

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE E  
STUDI INTERNAZIONALI

Corso di laurea *Magistrale* in Scienze del Governo e Politiche Pubbliche



NUOVI STRUMENTI FINANZIARI E  
TUTELA DEL CONSUMATORE

*Relatrice:* Prof. ARIANNA FUSARO

*Laureanda:* GIULIA BAILONI  
matricola N. 2026235

A.A. 2023/2024



## INDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b> .....  | <b>4</b>  |
| <b>CAPITOLO 1</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>PRODOTTI, STRUMENTI, SERVIZI DI INVESTIMENTO</b> .....  | <b>6</b>  |
| 1.1 IL MERCATO FINANZIARIO .....   | 6         |
| 1.1.1 <i>INFORMAZIONE E TRASPARENZA NEI MERCATI FINANZIARI</i> ..                                      | 11        |
| 1.2. PRODOTTI FINANZIARI E STRUMENTI FINANZIARI.....   | 14        |
| 1.2.1. <i>PRODOTTI FINANZIARI</i> .....  | 15        |
| 1.2.2. <i>STRUMENTI FINANZIARI</i> .....   | 16        |
| 1.3.1. <i>TIPOLOGIE DI SERVIZI DI INVESTIMENTO</i> .....   | 20        |
| 1.3.2. <i>CHI PRESTA SERVIZI DI INVESTIMENTO</i> .....   | 22        |
| <b>CAPITOLO 2</b> .....  | <b>24</b> |
| <b>LA TUTELA DEL CONSUMATORE NELLA DISCIPLINA VIGENTE</b> ....   | <b>24</b> |
| 2.1. DIRITTO COMUNITARIO.....  | 25        |
| 2.1.1. <i>LA DIRETTIVA MIFID II (MARKET IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE)</i> .....                  | 27        |
| 2.1.2. <i>IL REGOLAMENTO MIFIR SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI</i> .....                        | 36        |
| 2.2. DIRITTO ITALIANO: IL TESTO UNICO DELLA FINANZA .....  | 37        |
| 2.2.1. <i>REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI</i> .....  | 39        |
| 2.2.1.1. <i>L'INFORMAZIONE</i> .....   | 40        |
| 2.2.1.2. <i>IL CONTRATTO</i> .....   | 42        |
| 2.2.1.3. <i>BEST EXECUTION</i> .....   | 43        |
| 2.2.1.4. <i>ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA DELL'INVESTIMENTO</i> . 44                                    |           |
| 2.3. OFFERTA FUORI SEDE DI SERVIZI FINANZIARI E CONTRATTI CONCLUSI A DISTANZA .....                    | 54        |
| 2.3.1. <i>LA DIRETTIVA 2002/65/CE SULLA COMMERCIALIZZAZIONE A DISTANZA DI SERVIZI FINANZIARI</i> ..... | 54        |
| 2.3.2. <i>LA NUOVA DIRETTIVA UE/2023/2673 SUI SERVIZI FINANZIARI A DISTANZA</i> .....                  | 60        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>CAPITOLO 3 .....</b>  | <b>62</b>  |
| <b>FINTECH E NUOVI STRUMENTI FINANZIARI .....</b>  | <b>62</b>  |
| 3.1. COS'E' IL FINTECH: CENNI GENERALI.....  | 62         |
| 3.2. LA TECNOLOGIA BLOCKCHAIN .....  | 64         |
| 3.3. <i>DECENTRALIZED FINANCE</i> (FINANZA DECENTRALIZZATA) .....  | 68         |
| 3.3.1. <i>LA REGOLAMENTAZIONE DELLE DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGIES (DLT)</i> .....                                      | 71         |
| 3.4. LE CRIPTOVALUTE.....  | 76         |
| 3.4.1. <i>LA REGOLAMENTAZIONE DELLE CRIPTOVALUTE</i> .....   | 78         |
| 3.4.2. <i>LE INITIAL COIN OFFERINGS (ICOs) PER LA RACCOLTA DI CAPITALI</i> .....   | 80         |
| 3.4.2.1. <i>IL CASO "THE DAO"</i> .....  | 84         |
| 3.4.3. <i>LE DIVERSE TIPOLOGIE DI TOKEN. SI CONSIDERANO STRUMENTI FINANZIARI?</i> .....                                  | 86         |
| 3.4.3.1. <i>CURRENCY TOKENS O TOKEN DI PAGAMENTO</i> .....   | 90         |
| 3.4.3.2. <i>SECURITY TOKENS</i> .....  | 93         |
| 3.4.3.3. <i>UTILITY TOKENS</i> .....   | 95         |
| <b>CAPITOLO 4 .....</b>  | <b>97</b>  |
| <b>NUOVE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE: IL PACCHETTO EUROPEO SULLA FINANZA DIGITALE .....</b>                             | <b>97</b>  |
| 4.1. <i>IL DLT PILOT REGIME</i> .....  | 102        |
| 4.2. <i>LA PROPOSTA DORA (DIGITAL OPERATIONAL RESILIENCE ACT)</i> .....  | 104        |
| 4.3. <i>LA PROPOSTA DI REGOLAMENTO RELATIVO AI MERCATI DELLE CRIPTO-ATTIVITA' (MARKETS IN CRYPTO-ASSETS, MICA)</i> ..... | 105        |
| <b>CONCLUSIONE.....</b>  | <b>109</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA.....</b>   | <b>112</b> |
| <b>SITOGRAFIA .....</b>  | <b>118</b> |

## INTRODUZIONE

A seguito degli eventi che hanno caratterizzato la nostra società e l'economia negli ultimi anni, specialmente dopo la pandemia da COVID-19, si sta creando un mondo sempre più "a distanza". Tale trasformazione ha toccato, e sta interessando tuttora, anche il complesso mondo dei mercati finanziari.

Con la nascita del *Fintech*, cioè l'applicazione della tecnologia alla prestazione di servizi finanziari, anche l'identificazione della legge applicabile a questo settore ha incontrato (e per certi aspetti sta ancora incontrando) numerosi ostacoli e difficoltà. Grazie ad alcuni fattori, tra i quali l'apertura alle transazioni in cripto-valute di alcune società leader nel settore dei pagamenti digitali (MasterCard e PayPal ad esempio), gli investimenti in questo business di società come Tesla, l'interesse mostrato da importanti banche e società d'investimento circa la possibilità di investire in cripto-valute, tra il 2020 e l'inizio del 2021 il valore di alcune criptovalute (come il Bitcoin) è cresciuto in maniera esponenziale.

Se si pensa che il mercato italiano del *Fintech* nel 2022 ha superato quota 882 milioni di euro, crescendo del 240% rispetto all'anno precedente negli investimenti di *venture capital*, si percepisce che questa modalità di approccio ai mercati finanziari si sta allargando sempre di più, lasciando agli intermediari tradizionali come Banche e Società di Investimento uno spazio sempre meno attrattivo per i risparmiatori. Anche se la capitalizzazione del mercato delle criptovalute risulta ancora modesta rispetto al sistema finanziario globale e tradizionale, negli ultimi anni si è registrato un forte aumento di questa nuova tendenza, con il superamento nel 2021 dei primi mille miliardi di dollari.

Nell'elaborato si vuole analizzare con quali strumenti il legislatore comunitario e quello italiano mirano a garantire il corretto funzionamento di questi mercati e, soprattutto, la tutela dei consumatori che scelgono di accedervi, trattandosi di mercati in cui il consumatore si relaziona con intermediari professionisti per acquistare o vendere prodotti e servizi finanziari.

Data la complessità del settore dei mercati finanziari e della loro regolamentazione, nel primo capitolo sono riassunte alcune definizioni di base, che risultano

fondamentali per poter comprendere le modalità con cui il legislatore europeo e nazionale si sono approcciati a tale settore.

Nel secondo capitolo viene analizzata la disciplina attuale, quindi la normativa (tanto di carattere comunitario quanto nazionale) che regola il funzionamento dei mercati finanziari e garantisce la tutela degli investitori, soffermandosi sulle novità più significative dell'ultimo decennio, come l'adozione della direttiva MIFID II del maggio 2014 (con il miglioramento del regime di adeguatezza e appropriatezza dell'investimento) e il contenuto del Testo Unico della Finanza.

Un focus importante ai fini dell'elaborato si dedica alla commercializzazione a distanza dei servizi e prodotti finanziari.

Successivamente, il terzo capitolo è dedicato alla descrizione di alcuni nuovi strumenti finanziari, i più significativi, che, come si vedrà, sono caratterizzati da immaterialità e dal fatto che vengono negoziati a distanza. Nello stesso capitolo sono analizzate le varie tipologie di criptovalute e, nello specifico, ci si sofferma quesito che interessa i regolatori in questo momento: si possono considerare i cosiddetti “*token*” come strumenti di investimento? Se sì, quali tutele si applicano agli investitori che scelgono questa tipologia di investimento digitale e la sottoscrivono a distanza?

Il legislatore euro-comunitario e il legislatore italiano si sono dimostrati comunque molto attivi nell'ambito della regolazione del *Fintech*, ed è proprio nel quarto e ultimo capitolo che vengono illustrate le più recenti proposte di regolamentazione del settore, le quali sono ancora in corso di adozione: si tratta del “Pacchetto Europeo sulla Finanza Digitale”, che comprende la proposta di Regolamento MICA sulle cripto attività e la proposta DORA, la proposta di regolazione della tecnologia di registro distribuito (DLT).

La tutela del consumatore si pone come *fil rouge* dell'elaborato, proprio perché ogni giorno nel lavoro che svolgo mi relaziono con clienti, quindi consumatori, che desiderano rendere fruttuosi i propri risparmi, e il mio compito è quello di accompagnarli alla scoperta, consapevole e protetta, dei mercati finanziari.

# CAPITOLO 1

## PRODOTTI, STRUMENTI, SERVIZI DI INVESTIMENTO

### 1.1 IL MERCATO FINANZIARIO

Per comprendere che cos'è il mercato finanziario si deve considerare che esistono soggetti, tipicamente le famiglie, che accumulano risparmio e scelgono di accantonarlo per un uso futuro. L'accantonamento di questo denaro o altra utilità che costituisca potere d'acquisto può avvenire in diversi modi; uno di questi può essere costituito dal fatto che un altro soggetto, tipicamente le imprese, utilizzino quanto accantonato dai risparmiatori per finanziare la propria attività o i propri bisogni.

La relazione tra questi due soggetti, rispettivamente il datore di risparmio (o risparmiatore) e il prenditore di credito, costituisce l'“attività finanziaria”, che può avvenire in maniera diretta se svolta al di fuori del mercato finanziario o creditizio, o in maniera mediata da soggetti professionali. Questi soggetti professionali sono gli intermediari (finanziari o creditizi): sono i soggetti a cui sono riservate le attività finanziarie sui mercati regolamentati, e sono coloro i quali permettono l'accesso di risparmiatori e prenditori di credito sui mercati. Gli investitori (cioè i datori di risparmio) e gli emittenti (cioè i prenditori del risparmio) accedono ai mercati regolamentati attraverso la professionalità dell'intermediazione.

L'insieme delle attività finanziarie in cui si incontrano la domanda e l'offerta in un dato luogo e tempo definisce il mercato finanziario.

L'enciclopedia Treccani definisce i mercati finanziari come *“i luoghi nei quali vengono scambiate le attività finanziarie. In realtà, grazie alla globalizzazione dei mercati e alla diffusione del sistema telematico di negoziazione, non è più necessaria l'esistenza di un luogo fisico dove effettuare gli scambi. La nozione di mercati finanziari si è dunque allargata per ricomprendere in generale il mercato di creazione e di scambio di attività finanziarie”*.

Oggi, a seguito dello sviluppo tecnologico ed informatico, le proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari non devono necessariamente incrociarsi in un

luogo fisico, ma vengono immesse nel sistema telematicamente e si incontrano in piattaforme informatiche chiamate “sedi di negoziazione”.

Considerato che nel mondo esistono soggetti, tipicamente le famiglie, che accumulano risparmio, e altri soggetti, le imprese, che richiedono investimenti per funzionare e creare nuovi prodotti, si può anche intendere il mercato finanziario come l’insieme degli strumenti finanziari di investimento e dei soggetti che consentono al risparmio di essere investito dalle imprese. Gli investitori (cioè i datori di risparmio) e gli emittenti (cioè i prenditori del risparmio) accedono ai mercati regolamentati attraverso la professionalità dell’intermediazione.

Il mercato finanziario si distingue in mercato primario, nel quale avviene l’emissione di nuovi titoli finanziari, e mercato secondario, nel quale invece si acquistano titoli da chi li ha già sottoscritti.

In Italia è possibile distinguere tre categorie di mercati finanziari:

- a) mercati regolamentati
- b) *sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF")*
- c) *Internalizzatori sistematici.*

a) Il mercato regolamentato si definisce come “sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari”<sup>1</sup>.

In questa categoria di mercati, le proposte di vendita e/o acquisto di prodotti finanziari immesse da più intermediari, per conto proprio o dei loro clienti, si incontrano attraverso il sistema di gestione detto multilaterale, senza che vi sia cioè l’interposizione del gestore di mercato. Questa categoria di sedi di negoziazione risulta essere sottoposta ad un insieme di regole organiche che ne disciplinano il funzionamento e l’organizzazione. Viene considerata la sede di negoziazione più organizzata e trasparente. Un’altra importante caratteristica di questa categoria di mercati è l’ampiezza e disponibilità di informazioni disponibili per gli investitori, informazioni che riguardano sia l’emittente degli strumenti finanziari negoziati, sia gli strumenti stessi.

---

<sup>1</sup> Ministero dell’Economia e delle Finanze, [www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it).



I mercati regolamentati sono soggetti alla disciplina comunitaria indicata nella Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), recepita e ampliata in Italia dal Testo Unico della Finanza (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 aggiornato) e in particolare dalla Disciplina dei mercati indicata dalla sua Parte III.

Questi mercati, appunto regolamentati, sono gestiti da società di gestione del mercato, autorizzate dalla CONSOB e assoggettate al regolamento approvato dalla stessa autorità, la quale svolge anche l'attività di vigilanza, di concerto con Banca d'Italia, sull'attività di tali mercati.

Affinché i sistemi di gestione possano operare come mercati regolamentati, la Consob impone che debbano essere rispettate le disposizioni comunitarie in materia, le previsioni del TUF, e il regolamento del mercato garantisca trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni, e tutela degli investitori.

I mercati regolamentati di diritto italiano attualmente autorizzati nel nostro Paese sono i seguenti:

- ◇ Mercati gestiti da Borsa Italiana s.p.a.:
  - Euronext Milan e i suoi segmenti;
  - ETFplus (mercato telematico degli ETF ed ETC/ETF);
  - MOT (mercato telematico delle obbligazioni);
  - MIV (mercato degli investment *vehicles*);
  - IDEM (mercato degli strumenti derivati)
- ◇ Mercati gestiti da MTS s.p.a.:
  - MTS Italy.

b) I sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF") si considerano simili ai mercati regolamentati perché anch'essi sono sistemi di negoziazione multilaterale e svolgono funzioni di organizzazione degli scambi ai sensi dei regolamenti Consob. Diversamente dai mercati regolamentati, però, gli MTF non sono necessariamente gestiti da società di gestione del mercato ma possono essere gestiti da soggetti privati autorizzati (come banche o sim). In questo modo, si offre la possibilità di vendere o acquistare strumenti finanziari quotati presso un'altra Borsa senza dover assolvere a specifici compiti di ammissione e informativa: anche il set informativo appare meno completo e ampio rispetto a quello degli strumenti negoziati nei

mercati regolamentati (non si prevedono ad esempio meccanismi di pubblicità riguardo ai maggiori azionisti o alle operazioni compiute sui titoli dell'emittente).

c) Infine, vi sono gli Internalizzatori sistematici (una nuova figura di soggetto negoziatore previsto dalla Direttiva 2004/39/CE), ossia gli intermediari che eseguono in modo sistematico, frequente ed organizzato gli ordini retail fuori dai mercati regolamentati.<sup>2</sup> In questo caso non si tratta di negoziazione multilaterale ma di negoziazione bilaterale, in quanto esiste solo l'internalizzatore sistematico (solitamente le banche) che provvede ad ogni operazione e acquista e/o vende, al prezzo da esso stabilito, mediante incrocio con ordini di altri clienti o attingendo al proprio magazzino titoli, sulla base degli ordini che arrivano dagli investitori retail. Anche in questo caso, non è prevista una specifica regolamentazione degli obblighi di informazioni sugli emittenti dei titoli negoziati in questi sistemi.

Si noti che l'esistenza di un mercato finanziario organizzato non rappresenta la condizione necessaria affinché ci siano creazioni, scambi e negoziazioni di strumenti finanziari: tutte le contrattazioni svolte al di fuori dei mercati finanziari regolamentati danno origine ai mercati *over the counter* (OTC), nei quali le operazioni di scambio avvengono generalmente in contropartita con un intermediario abilitato (di solito banche o sim).

Preso atto dell'enorme complessità della struttura e del funzionamento dei mercati finanziari, è emersa una crescente necessità di regolamentazione degli stessi e della configurazione di un così detto "diritto dei mercati finanziari", con regole ed incentivi, così da consentire ai mercati di svolgere al meglio la loro funzione primaria (che consiste nella migliore allocazione dei capitali) minimizzando i danni che derivano inevitabilmente dal loro funzionamento.

La disciplina dei mercati finanziari risulta complessa e articolata, poiché complessa è la materia da regolare, vari sono gli strumenti giuridici impiegati ma unico è l'obiettivo che il legislatore comunitario e nazionale vogliono perseguire: assicurare la funzionalità del mercato e la tutela degli investitori<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Borsa Italiana, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>3</sup> FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., p. 17 s.

*“I mercati finanziari, insieme alle istituzioni finanziarie, in particolare gli intermediari, costituiscono il sistema finanziario, che favorisce l'incontro tra la domanda e l'offerta di fondi accrescendo l'efficienza economica e favorendo il migliore utilizzo delle risorse della società”* (Santomero, Babbel 1997)<sup>4</sup>.

Al fine di migliorare ed efficientare il funzionamento dei mercati finanziari e con lo scopo di tutelare i risparmiatori, è necessario che tali mercati siano adeguatamente regolamentati e che la regolamentazione sia affidata ad autorità indipendenti. Si devono adottare regole di trasparenza ed informazione che riducano tanto le asimmetrie informative che caratterizzano i mercati finanziari (e in generale, tutti i contratti tra professionista e consumatore), quanto i conflitti di interesse e i comportamenti illegittimi che possono verificarsi all'interno dei mercati stessi.

---

<sup>4</sup> Internet, in Treccani.it – Vocabolario Treccani on line, Istituto dell'Enciclopedia Italiana

### 1.1.1 INFORMAZIONE E TRASPARENZA NEI MERCATI FINANZIARI

Il funzionamento dei mercati finanziari appare, come accennato, molto complesso. Tanto gli economisti quanto i giuristi però concordano sul fatto che, per renderlo un sistema ottimale, gli investitori devono essere in grado di adottare scelte di investimento che siano consapevoli. Affinché questo sia possibile, si deve implementare un sistema di regole che da un lato riduca le asimmetrie informative (si consideri che uno dei tratti salienti dei mercati finanziari è proprio l'insufficienza di adeguate informazioni) e dall'altro accresca il numero di informazioni necessarie agli scambi.

Risulta pacifico, dunque, che in una materia così articolata e complessa come quella dei mercati finanziari, non è possibile pensare di tutelare i soggetti risparmiatori (e potenziali investitori) contando esclusivamente sulle dinamiche concorrenziali.

In particolare, l'esistenza di asimmetrie informative tra professionisti e consumatori rappresenta una delle principali caratteristiche dei mercati finanziari, e soltanto adeguati obblighi di trasparenza imposti ai primi possono porre rimedio a questo squilibrio.

Nell'ambito dei mercati finanziari, poi, la sola trasparenza non basta per colmare le lacune informative e garantire la tutela dei risparmiatori ed è necessario intervenire con opportuna regolamentazione.

La riflessione degli economisti sul tema evidenzia la necessità di migliorare il sistema di informazione e trasparenza dei mercati finanziari per far fronte a diverse problematiche: anzitutto, in un contesto non sufficientemente informato (ad esempio perché esistono forti asimmetrie informative), il consumatore paga prezzi più elevati e l'impresa sostiene costi maggiori (ad esempio per compensare l'*estimation risk* richiesto dagli investitori); in secondo luogo, in assenza di obblighi informativi imposti il singolo investitore si trova a dover sostenere un costo eccessivo per operare sul mercato, e quindi si disincentiva la conclusione di contratti di investimento; infine, affinché gli investitori continuino a domandare prodotti e servizi finanziari, è necessario mantenere alta la loro fiducia nella trasparenza dei mercati.

È dato per certo quindi che la regolamentazione e trasparenza dei mercati finanziari sia da considerarsi un bene pubblico che deve essere prodotto da apposita autorità

pubblica. La difficoltà sta nel fatto che oggi, a seguito dell'evoluzione tecnologica e digitale, e con l'unificazione del mercato finanziario europeo e internazionale, le barriere spaziali sono state ridotte ed è stato fortemente potenziato sia il volume sia la velocità di trasmissione di informazioni finanziarie disponibili a tutti. Anche le informazioni rilevanti per i mercati finanziari, quindi, si sono moltiplicate e frammentate, rendendo più arduo il compito dei regolatori, i quali devono fare i conti con una sfiducia sempre crescente degli investitori. Investitori che si trovano sempre meno informati e sempre più esposti ad altri comportamenti illegittimi presenti nel mondo dei mercati finanziari (che la regolamentazione tenta costantemente di arginare o contrastare): si tratta del conflitto di interessi, del *moral hazard*, l'*insider trading*, l'*insider dealing*, la manipolazione.

La grande mole di informazioni, anche strettamente tecniche, di cui dispongono oggi facilmente tutti i possibili investitori, risulta inutilizzabile o addirittura dannosa se non viene tradotta in termini accessibili.

In Italia la divulgazione in materia finanziaria oggi è prevalentemente affidata ai giornalisti economici, i quali non hanno solo il compito di fornire adeguatamente ai risparmiatori la selezione ordinata ed accessibile delle informazioni sui mercati finanziari, ma anche quello di rendere pubblici i potenziali conflitti di interesse di cui vengono a conoscenza (e, considerando che in Italia le situazioni di conflitto di interesse hanno pullulato negli ultimi anni, si capisce che risulti un lavoro particolarmente complicato).

Quando si parla di trasparenza dei mercati finanziari si fa riferimento a diversi gradi di trasparenza in base alle due tipologie di mercati: quello primario e quello secondario.

Nel mercato primario si è visto, si acquistano i titoli al momento dell'emissione e quindi le regole di trasparenza volte a tutelare il risparmiatore sono indirizzate principalmente alla natura, allo stato e ai comportamenti dell'emittente e dei suoi amministratori.

Nel mercato secondario, invece, si negoziano titoli già emessi e di conseguenza le regole di trasparenza a tutela del risparmiatore riguarderanno la natura, lo stato e i comportamenti dell'intermediario, e saranno volte ad evitare il conflitto di interessi nel caso in cui l'intermediario sia un operatore polifunzionale.

Ci si è chiesto se esista un modello vincente da imitare per la regolamentazione della trasparenza dei mercati finanziari<sup>5</sup>. Nella riflessione sul tema, sono stati presi in considerazione due sistemi: quello tipico dei paesi di *common law* (rivelatosi vincente riguardo alla tutela dell'investitore), in cui si vede una diffusa proprietà azionaria, esistono rigorosi standard normativi ed è lasciata al mercato stesso l'attività di monitoraggio e di disciplina sul controllo societario; e il sistema tipico dei paesi che adottano i codici civili, caratterizzati da un debole mercato azionario, con modesto grado di informazione e trasparenza, e in cui le banche si sostituiscono al mercato per l'esercizio di monitoraggio e disciplina.

Di fatto, come anticipato, è emerso dal confronto dei due sistemi che l'investitore è più tutelato (contro l'esproprio ad opera dell'amministratore) nei paesi che adottano sistemi di *common law*.

Riflettendo sull'Italia, si pensi che nel nostro Paese esistono oggi almeno sette autorità che operano nei mercati finanziari, la cui indipendenza dall'esecutivo risulta fortemente condizionata e il cui coordinamento non appare assolutamente adeguato. Di conseguenza, la regolamentazione dei nostri mercati finanziari porta i regolati a dover sostenere inutili costi, e si rivela carente e inadeguata.

Di fatto, quello italiano è un modello finanziario che non è né incentrato sui mercati (come ad esempio accade nel Regno Unito, paese di *common law*), né incentrato sugli intermediari (tipico della Germania): in Italia si è optato per mantenere la tradizione di modello finanziario che si concentra su una specifica forma di banca universale fortemente radicata nel territorio, impoverita nell'offerta di servizi non tradizionali, quasi monopolizzante anche riguardo alla proprietà di altre attività finanziarie (per esempio, in riferimento al *private equity*).

---

<sup>5</sup> Cavazzuti, F. "La trasparenza dei mercati finanziari." *Banca, impresa, società*, no. 3, 2004, pp. 419-30

## 1.2. PRODOTTI FINANZIARI E STRUMENTI FINANZIARI

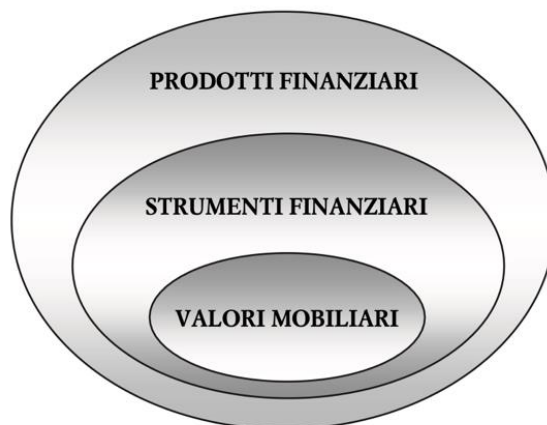
Il tema definitorio in questo ambito si presenta molto complesso. L'obiettivo in questa parte dell'elaborato è quello di semplificare i concetti chiave, in modo da comprendere il funzionamento dei mercati finanziari e delle operazioni di investimento.

Per distinguere opportunamente, sotto il profilo giuridico, le nozioni di prodotto finanziario, strumento finanziario e operazione finanziaria, il Testo Unico della Finanza individua tre macrocategorie:

- ◇ I valori mobiliari
- ◇ Gli strumenti finanziari
- ◇ I prodotti finanziari

I valori mobiliari sono compresi nella categoria degli strumenti finanziari, i quali a loro volta fanno parte dell'insieme più grande dei prodotti finanziari.

Figura 1 - rappresentazione delle tre macrocategorie<sup>6</sup>



Si considerano valori mobiliari *gli strumenti finanziari che possono essere negoziati sul mercato dei capitali, in quanto trasferibili e liquidabili.*<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Immagine presa da Ferrari A., Gualandri E., Landri A., Venturelli V., Vezzani P., 2021. Strumenti, prodotti e servizi finanziari. Bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi. III Edizione. Torino: Giappichelli.

<sup>7</sup> Definizione presa da <https://www.consob.it/web/investor-education/i-titoli-di-credito>.

### 1.2.1. PRODOTTI FINANZIARI

Secondo quanto previsto dall'articolo 1, comma 2 del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria: *“Per “strumento finanziario” si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell’Allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito. Gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari”*<sup>8</sup>.

I prodotti finanziari indicano l'insieme degli strumenti finanziari e di ogni altra forma di investimento di natura finanziaria attraverso i quali il risparmiatore decide di investire il proprio denaro con l'obiettivo di avere un rendimento futuro. Essi rappresentano quindi una forma di investimento di natura finanziaria, che comporta cioè un impiego di risorse diretto ad ottenere un corrispettivo (sotto forma, appunto, di rendimento).

Affinché si tratti di prodotto finanziario devono sussistere tre caratteristiche: ci deve essere un investimento in denaro, un'aspettativa di profitto e un rischio connesso. Considerato il carattere aperto della disposizione normativa, rientrano nella definizione aperta di prodotti finanziari diverse forme di investimento.

---

<sup>8</sup> Art. 1, co. 2 TUF.



### 1.2.2. STRUMENTI FINANZIARI

Gli strumenti finanziari appartengono alla categoria dei prodotti finanziari ma non la esauriscono. Per inquadrare questa categoria, il legislatore non utilizza una definizione di strumento finanziario, ma fornisce un elenco di schemi contrattuali diffusi nel mercato. All'articolo 18, comma 5, lettera a) del Testo Unico della Finanza, è previsto che il legislatore possa individuare, con regolamento adottato e previa autorizzazione di Consob e Banca d'Italia, nuove categorie di strumenti finanziari "al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie<sup>9</sup>". Gli strumenti finanziari possono essere suddivisi in titoli di massa e contratti derivati.

Tra i titoli di massa, rivolti all'adozione da parte di un vasto pubblico di potenziali investitori, ci sono:

- a) le azioni
- b) le obbligazioni, titoli di Stato e altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali
- c) le quote di fondi comuni di investimento
- d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario

Chi investe in azioni diventa proprietario di una quota dell'impresa che le ha emesse, ha diritto a percepire i dividendi eventualmente distribuiti dalla stessa, ma deve essere disposto a sopportarne anche possibili perdite (che possono arrivare ad annullare l'investimento); si investe in azioni quando si vuole partecipare ai profitti delle imprese.

L'investitore azionario deve consapevole del fatto che il rendimento dipenderà dall'andamento dei risultati dell'azienda (della quale ha acquistato le azioni).

Pertanto, esiste sia la possibilità di ottenere rendimenti superiori rispetto a quelli di altri titoli, sia il pericolo di perdere tutto o in parte il capitale investito (per esempio, può succedere che l'azienda fallisca e proceda alla liquidazione delle sue attività).

---

<sup>9</sup> Art. 18, co. 5, lett a) TUF.

Gli investitori più prudenti scelgono di impiegare i propri risparmi attraverso le obbligazioni. Le obbligazioni (o *bond*) rappresentano un prestito per un periodo di tempo predeterminato per cui a scadenza del titolo viene rimborsata all'investitore l'intera somma versata, e il guadagno è rappresentato dall'interesse (chiamato cedola) riconosciuto periodicamente dall'emittente all'investitore. Di fatto, in questo caso, l'emittente è un soggetto che deve finanziarsi e chiede ai risparmiatori di prestargli denaro, promettendo di restituirlo a scadenza e di riconoscere una cedola periodica a titolo di interesse per la durata del contratto. Si distinguono obbligazioni che remunerano con cedola a tasso fisso, in cui l'ammontare degli interessi è garantito e predefinito a priori; e obbligazioni con cedole a tasso variabile, quando gli interessi pagati dipendono da altri indici finanziari (ad esempio, l'*euribor*), reali (tasso di inflazione), valutari (trattasi del tasso di cambio). Le obbligazioni possono essere emesse da uno Stato (si chiamano "titoli di stato") o da un altro emittente pubblico, da una banca o da una società di altro genere (si tratta di *corporate bond*), da un organismo sovranazionale (sono i *supranational bond*). Chi investe in obbligazioni si accontenta di un rendimento più limitato, a fronte di un rischio più limitato, seppure esistente, ma gode della garanzia di vedersi restituito tutto il capitale a scadenza del titolo.

I fondi comuni di investimento sono strumenti di investimento che permettono all'investitore di affidare i propri risparmi ad una società di gestione del risparmio (Sgr), quindi ad esperti, che li amministrano secondo la propria competenza ed esperienza.<sup>10</sup>

In questo modo le somme di più risparmiatori vengono investite, come unico patrimonio, in diverse attività finanziarie. I fondi sono suddivisi in quote, cioè tante parti unitarie, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e garantiscono uguali diritti. Il valore della quota sottoscritta dal risparmiatore poi varia nel tempo sulla base delle performance ottenute dai professionisti che gestiscono il fondo.

È sempre previsto un regolamento del fondo, che assicura ai partecipanti al suo funzionamento adeguata trasparenza e correttezza nella gestione dei risparmi.

---

<sup>10</sup> Si parla in questo caso di risparmio gestito. Gestito, appunto, dai gestori che lavorano per le società di risparmio gestito a cui i risparmiatori affidano il proprio patrimonio.

I fondi comuni di investimento possono essere gestiti, oltre che dalle Società di Gestione del Risparmio, anche dalle società di investimento a capitale variabile (SICAV) o a capitale fisso (SICAF).

Questa tipologia di strumento è la preferita dai risparmiatori con poca esperienza, che decidono di delegare il compito di scegliere i singoli prodotti su cui investire ad un gestore professionale e competente. Grazie alla grande diversità di tipologie di fondi, poi, è sempre possibile effettuare una scelta coerente con i propri obiettivi di investimento e con il profilo di rischio dichiarato.

Sempre, prima di scegliere il fondo e sottoscriverne le quote, l'intermediario deve consegnare all'investitore il KID (Key Investor Information Document), all'interno del quale sono indicate le caratteristiche chiave del fondo, tra cui:

- ◇ finalità e politica di investimento
- ◇ il profilo di rischio-rendimento
- ◇ costi
- ◇ rendimenti passati

Tra i contratti derivati, invece, si trovano:

- a) i fondi scambiati in borsa (ETF) che permettano di acquisire gli strumenti precedentemente indicati
- b) i contratti futures su strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici
- c) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps)
- d) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici
- e) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici

e, infine, si considerano strumenti finanziari le combinazioni di contratti o di titoli indicati precedentemente.

### 1.3 I SERVIZI DI INVESTIMENTO

Gli intermediari finanziari (banche e imprese di investimento autorizzate) consentono di impiegare i risparmi dei potenziali investitori in strumenti finanziari (che sono azioni, obbligazioni, titoli di Stato, quote in fondi, contratti e strumenti derivati, eccetera). Questi servizi e queste attività, espressamente individuati nel Testo Unico della Finanza<sup>11</sup>, sono identificati nei servizi di investimento.

Riconoscendo nella nozione di “servizi di investimento” quelle attività che hanno ad oggetto gli strumenti finanziari, l’articolo 1 comma 2 del Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria prevede: “*Per “strumento finanziario” si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell’Allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito. Gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari*”<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, più noto come Testo Unico della Finanza (TUF) è stato introdotto nel 1998 con il decreto legislativo n. 58 e successivamente modificato a più riprese.

<sup>12</sup> Art. 1, co2 TUF.

### 1.3.1. TIPOLOGIE DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

L'elenco delle attività e dei servizi di investimento è espressamente indicato dal legislatore all'articolo 1 comma 5 del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, essi sono classificati in:

- a) negoziazione per conto proprio
- b) esecuzioni di ordini per conto dei clienti
- c) assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari;
- f) consulenza in materia di investimenti;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione
- g-bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione

Per “negoziiazione per conto proprio” si intende l'acquisto dal cliente o la vendita al cliente di titoli di proprietà dell'intermediario, in contropartita diretta; con “esecuzioni di ordini per conto dei clienti” si intende l'acquisto o la vendita di titoli eseguita per conto del cliente. In particolare, quando un investitore vuole negoziare dei titoli, si deve rivolgere ad un intermediario finanziario autorizzato all'esecuzione degli ordini da parte dei clienti; se lo stesso intermediario poi è autorizzato alla negoziazione per conto proprio, allora ha la possibilità di internalizzare l'ordine, ma sempre cercando per il cliente il miglior risultato possibile.

Con “assunzione e/o collocamento di strumenti finanziari” si fa riferimento alla situazione in cui una società (emittente) vuole emettere strumenti finanziari offrendoli ai potenziali investitori attraverso l'intervento di uno o più intermediari, i quali provvedono al collocamento attraverso le proprie reti di distribuzione (sportelli bancari, promotori finanziari). Tale collocamento si attua in operazioni di massa, a condizioni standardizzate e definite.

La “gestione di portafogli” è di fatto la gestione del patrimonio individuale del risparmiatore. Tale gestione viene affidata all’intermediario che, rispettando il mandato conferitogli e le regole vigenti, ha il compito di strutturare il portafoglio del risparmiatore cercando il giusto equilibrio tra rischio e rendimento, rispettando esigenze, obiettivi e propensione al rischio dichiarata dall’investitore stesso.

Con la “ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari” l’intermediario riceve dal cliente (risparmiatore potenziale investitore) un ordine di acquisto o vendita di titoli e lo trasmette ad altro intermediario per l’esecuzione.

La “consulenza in materia di investimenti” si ha quando il consulente fornisce consigli o raccomandazioni personalizzati, ritenuti adatti al cliente riguardo operazioni su un determinato strumento finanziario.

La “gestione di sistemi multilaterali di negoziazione” fa riferimento alla possibilità per gli intermediari di organizzare un proprio mercato, con proprie regole neutre, al di fuori di quello regolamentato, per agevolare la conclusione di operazioni. Tali sistemi di negoziazione risultano simili ai mercati regolamentati perché al loro interno si incontrano, sulla base di regole predeterminate, proposte di acquisto e vendita di titoli, ma la loro diversità consiste nel fatto che questi sistemi possono essere gestiti anche da intermediari autorizzati (e non solo da società di gestione del mercato come è invece per i mercati regolamentati).

### 1.3.2. CHI PRESTA SERVIZI DI INVESTIMENTO

Dato che i servizi di investimento si riferiscono al tema importante del risparmio, il legislatore vuole garantire l'accesso al mercato esclusivamente e tassativamente da parte di operatori professionali.

Gli articoli contenuti nel capo I del Titolo II del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziari<sup>13</sup>, intitolato "Soggetti e autorizzazione", individuano e definiscono quali sono i soggetti autorizzati ad operare l'attività di intermediazione finanziaria.

Solo gli intermediari dotati di specifica autorizzazione, dunque, possono prestare servizi di investimento. Tale specifica autorizzazione si concretizza nell'iscrizione all'albo, di cui all'articolo 20 TUF,<sup>14</sup> disposizione espressa di legge che vieta la partecipazione al contratto di un soggetto che non sia, appunto, iscritto all'albo.

I principali soggetti autorizzati sono:

- ◇ le società di intermediazione mobiliare (c.d. SIM) italiane  
le quali, se autorizzate da Consob, possono offrire tutti i servizi di investimento
- ◇ le banche italiane  
autorizzate da Banca d'Italia per offrire tutti i servizi di investimento
- ◇ le società di gestione del risparmio  
le quali, se autorizzate da Banca d'Italia, possono esercitare attività di gestione dei portafogli, consulenza, commercializzazione di fondi comuni o sicav
- ◇ le banche di paesi comunitari  
possono fornire in Italia i servizi finanziari per i quali sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza del Paese d'origine
- ◇ le imprese di investimento dei Paesi comunitari  
che, come sopra, possono fornire in Italia i servizi finanziari per i quali sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza del Paese d'origine.

È previsto all'articolo 18 comma 5 del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziari, che *"Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la*

---

<sup>13</sup> Comprende gli artt. 18 – 20-ter.

<sup>14</sup> "1. Ferme restando le disposizioni del Titolo VIII del regolamento (UE) n. 600/2014, la Consob iscrive in un apposito albo le Sim e le imprese di paesi terzi diverse dalle banche. Le imprese di investimento UE sono iscritte in un apposito elenco allegato all'albo" come previsto dall'art. 20, co. 1 TUF.

*Banca d'Italia e la CONSOB: a) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività; b) adotta le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo, nel rispetto delle disposizioni europee”.*



## **CAPITOLO 2**

### **LA TUTELA DEL CONSUMATORE NELLA DISCIPLINA VIGENTE**

Gli scambi e le interazioni finanziarie tra risparmiatori e professionisti avvengono nel perimetro dei mercati finanziari, nei quali operano i soggetti autorizzati a svolgere l'attività finanziaria.

Per definizione, la relazione tra risparmiatore e intermediario è caratterizzata da una forte asimmetria informativa, tipica del contratto tra consumatore e professionista che non può essere colmata dal mero diritto comune.

Anche in questo caso a livello giuridico il risparmiatore è considerato la parte debole del rapporto contrattuale instaurato con l'intermediario, ed è quindi su di lui che ricadono le principali asimmetrie informative.

Si pensi inoltre che, nell'operazione di investimento, l'obiettivo del risparmiatore è quello di massimizzare il guadagno e minimizzare il rischio di perdite, mentre quello dell'intermediario è ottenere il maggior ricavo possibile dalla prestazione di investimento fornita: esiste pertanto un fisiologico conflitto di interessi, che è ammesso dal diritto nei limiti in cui non diventi pregiudizievole per la parte debole, quindi per il risparmiatore.

Tutto questo considerato, risulta chiaro che la tutela dell'investitore assume rilevanza fondamentale nella regolamentazione della materia, poiché essa si interconnette strettamente con il corretto funzionamento del mercato: il corretto andamento del mercato alimenta la fiducia degli investitori e viceversa.

È importante, quindi, definire norme ben precise per banche e imprese di investimento (intermediari finanziari in generale) per regolare le loro attività sul mercato finanziario, al fine di salvaguardare sia gli scambi economici sia chi investe.

## 2.1. DIRITTO COMUNITARIO

A livello comunitario, nel Mercato Unico Europeo, banche e imprese di investimento sono libere di svolgere la propria attività liberamente in tutti i Paesi della Comunità europea.

Al fine di rendere questa libertà effettiva, è necessario che esista una regolamentazione unitaria per tutti i Paesi dell'Unione, e che le regole che disciplinano i servizi di investimento siano le stesse per tutti gli Stati Membri.

Ecco perché, a partire soprattutto dagli anni Novanta, la materia viene disciplinata nel dettaglio specialmente da regole di derivazione comunitaria, quindi direttive (preferibilmente di armonizzazione massima) e regolamenti dell'Unione.

Esistono forti vincoli per il legislatore nazionale, il quale è tenuto a dare esecuzione di quanto previsto a livello europeo, limitandosi eventualmente a dettagliare alcuni aspetti della normativa; la possibilità del legislatore nazionale di prevedere regole diverse (anche più tutelanti per i risparmiatori) è fortemente ristretta.

Oggi risulta normale che una banca francese, ad esempio, offra ai risparmiatori italiani i servizi di investimento per i quali è stata autorizzata dall'Autorità del suo Paese, ma fino agli anni Novanta non esisteva una disciplina unitaria che regolasse i mercati finanziari.

La direttiva europea sui servizi di investimento (ISD<sup>15</sup>) è considerata il primo intervento normativo di diritto comunitario in materia di mercati finanziari, e rappresenta la principale fonte normativa su cui poggia l'assetto dei mercati mobiliari dei Paesi dell'Unione.

La direttiva ISD si poneva due importanti obiettivi: da un lato quello di garantire la tutela degli investitori e (di conseguenza, dato che sono strettamente connessi) dell'integrità del mercato; dall'altro la promozione di un mercato sempre più equo e trasparente.

Per raggiungere tali obiettivi, il legislatore comunitario è intervenuto per allineare ed armonizzare tutti i principi che governano l'attività degli intermediari autorizzati

---

<sup>15</sup> Acronimo di "*Investment Services Directive*", direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari. Recepita in Italia con D.lgs. 415/1996 c.d. "Decreto *Eurosim*", successivamente incorporata nel Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, D.lgs. 58/1998.

ad operare nei mercati mobiliari, dettando una serie di regole stringenti sulle modalità di negoziazione e scambio degli strumenti finanziari.

In tale direttiva e nel decreto “*Eurosim*<sup>16</sup>”, con cui ne è stata data attuazione in Italia, sono state inserite regole importanti volte a tutelare gli interessi dei risparmiatori e l’integrità dei mercati finanziari.

La direttiva ISD è stata sostituita dalla recente direttiva MiFID II<sup>17</sup>.

Nonostante il legislatore comunitario si sia mosso per regolamentare il settore, nel corso degli anni 2000 i mercati finanziari hanno attraversato diverse ed importanti crisi, che hanno fatto emergere l’inefficienza e le gravi lacune normative dei sistemi regolatori emersi fino a quel momento.

Queste crisi, appunto, hanno aiutato il legislatore comunitario a comprendere che sarebbe stato necessario intervenire di nuovo e in maniera migliore per garantire la tutela dei consumatori e il corretto ed efficiente funzionamento del mercato.

---

<sup>16</sup>D.lgs. 23/7/1996, n. 415, entrato in vigore il giorno 1° settembre 1996, che ha integralmente abrogato e sostituito la L. 2/1/1991, n. 1.

<sup>17</sup>MIFID sta per “*Markets in Financial Instruments Directive*”; direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

### 2.1.1. LA DIRETTIVA MIFID II (*MARKET IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE*)

Per riordinare la vasta e complessa disciplina che regola i mercati finanziari è intervenuta a più riprese l'Unione Europea, emanando diverse direttive, tra cui le cosiddette MIFID I (2004/39/CE, *Markets in Financial Instruments Directive*), e MIFID II (2014/65/UE, che ha abrogato la previgente); il regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari (MIFIR) e rispettivi regolamenti e direttiva delegati<sup>18</sup>.

Il processo di revisione di MIFID ha avuto inizio in seguito alle crisi finanziarie che hanno colpito i mercati negli anni 2000, specialmente nel 2008.

È iniziato nel 2010 e si è concluso con l'emanazione della direttiva 2014/65/UE, chiamando i legislatori nazionali a recepirne il contenuto entro il termine ultimo previsto per il 3 luglio 2016, diventando pienamente operativa dal 3 gennaio 2017. La direttiva MIFID II è stata recepita in Italia tramite l'introduzione di alcune modifiche al Testo Unico della Finanza, con D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 (in vigore dal 3 gennaio 2018, corretto dal recente D.lgs. 25 novembre 2019, n. 165), al quale è seguita la Delibera CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 contenente il Regolamento intermediari attualmente in vigore.

Nel 2014 nell'ambito del diritto comunitario si è conclusa anche la revisione della direttiva sugli abusi di mercato, che ha portato all'emanazione del Regolamento UE 596/2014 (MAR), direttamente applicabile negli Stati membri.

Il regime penale è oggetto di una disciplina separata, dettata dalla Direttiva MAD II<sup>19</sup>, che prevede misure afflittive inasprite per gli illeciti più gravi.

Il Regolamento è entrato in vigore il 2 luglio 2014 ed è stato efficace dal 3 luglio 2016, anche termine per il recepimento della Direttiva MAD II.

---

<sup>18</sup> Riferimento al regolamento delegato 2017/565 del 25 aprile 2016, che “integra la direttiva per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio delle attività di imprese di investimento” e alla direttiva delegata 2017/593 che integra la direttiva “per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari”.

<sup>19</sup> Direttiva 2014/57/UE.

La direttiva MIFID II interviene sul panorama normativo dei mercati finanziari in parte riordinando con il suo testo la precedente direttiva 2994/39/CE, e in parte affidando al Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 600/2014 la disciplina della materia.

I principali aspetti interessati dalla revisione della normativa operata tramite MIFID II sono stati: il chiarimento dell'ambito di applicazione della direttiva, la tutela degli investitori, la disciplina dei mercati e dei rapporti con i Paesi terzi.

Nell'ottica della creazione di un mercato finanziario sempre più armonizzato e trasparente, la direttiva MIFID II interviene sulle autorizzazioni e condizioni di esercizio per le imprese di investimento; sulla prestazione dei servizi di investimento da parte di imprese di investimento di Paesi terzi (attraverso lo stabilimento di una succursale); sul complesso funzionamento dei mercati regolamentati; sulle modalità di comunicazione dei dati e di vigilanza; sul controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità indipendenti.

La direttiva MIFID II oggi mira a garantire una più salda tutela dei risparmiatori, individuando gli obblighi di condotta degli intermediari e delle imprese di investimento, facendo in modo che questi non pregiudichino i reali interessi dei potenziali investitori.

Le novità più rilevanti introdotte da MIFID II sono:

- ◇ l'estensione, sotto il profilo soggettivo, dell'ambito di applicazione del principio di trasparenza (a seguito delle crisi finanziarie, si è capito che anche i clienti professionali spesso non comprendono a pieno quali siano i rischi derivanti dai loro investimenti, quindi gli obblighi imposti agli intermediari sono stati ampliati ed estesi a tutti i clienti a prescindere dalla distinzione tra clienti professionali, al dettaglio etc.);
- ◇ la previsione di radicali misure di trasparenza sui costi dei prodotti;
- ◇ la disciplina autonoma dell'attività di consulenza (che si distingue in "indipendente" e "non indipendente");
- ◇ la disciplina della configurazione (*product governance*) e della destinazione (*target*) dei prodotti finanziari.

Si tratta dunque, sia di misure di tutela che interessano fruitori di beni e servizi offerti nel mercato (e sotto questo aspetto, si devono considerare gli interventi in

tema di obblighi informativi alla clientela le regole di comportamento degli intermediari, piuttosto che la disciplina del contenuto del contratto); sia di misure di tutela individuate specificatamente per l'offerta dei servizi di investimento nei mercati finanziari (e quindi, il rispetto dell'appropriatezza e adeguatezza dell'investimento, e la sicurezza che quanto viene proposto dagli intermediari sia coerente con i desideri, le aspirazioni e la propensione al rischio dichiarati dall'investitore).

Molto importante, poi, sottolineare che nella revisione della disciplina si è posta attenzione particolare al regime di trasparenza che regola le fasi precedenti e successive alla negoziazione degli strumenti finanziari.

Considerando il contesto socioeconomico in cui si inserisce la direttiva MIFID II, si nota che dagli anni 2000 si è registrata una forte espansione alla clientela retail di prodotti di investimento che prima erano destinati a soggetti professionali. D'altra parte, risulta più complesso per un investitore cosiddetto al dettaglio, comprendere le caratteristiche e i rischi derivanti dalle operazioni finanziarie.

Per questo motivo è nata l'esigenza tanto di garantire al risparmiatore una maggiore consapevolezza e comprensione dell'investimento proposto, quanto di garantire l'effettiva corrispondenza di tale investimento con gli interessi e le esigenze del cliente retail.

Il risparmiatore, che decide di investire il suo denaro per ottenere un rendimento, deve essere pienamente consapevole dell'operazione di investimento che gli viene offerta e che sta sottoscrivendo; l'intermediario, che gli offre il prodotto, d'altra parte, deve conoscere gli obiettivi di investimento e le esigenze del cliente per potergli offrire la soluzione più coerente con i suoi interessi.

Per garantire una maggiore tutela degli investitori, il corretto funzionamento e il mantenimento dell'integrità dei mercati finanziari, inoltre, MIFID II interviene sul tema del rafforzamento dei poteri di vigilanza.

Alle Autorità di vigilanza sono stati attribuiti poteri specifici<sup>20</sup> (cosiddetti *product intervention*), con cui le stesse possono limitare o proibire la commercializzazione o l'offerta di prodotti finanziari dannosi per gli investitori o compromettenti per l'integrità dei mercati.

La previsione di una selezione autoritativa di prodotti dannosi per il risparmiatore sposa la tendenza di MIFID II a garantire che esista una reale corrispondenza tra il prodotto finanziario (offerto dall'intermediario) e gli interessi di investimento del cliente.

Proprio per la sua portata specificatamente contrattuale, si considera l'utilizzo del *product intervention* come intervento di ultima istanza, e si attiva solo nei casi in cui non sia sufficiente applicare la disciplina per evitare rischi e pericoli per gli investitori e/o il mercato.

È stabilito nella direttiva stessa, infatti, che «*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*<sup>21</sup>».

Per soddisfare l'obiettivo della garanzia di corrispondenza dell'investimento agli interessi del cliente, il legislatore comunitario è intervenuto anche sulla disciplina della trasparenza, prevedendo l'innalzamento dei livelli di informazione riguardo le operazioni finanziarie.

La direttiva MIFID II prevede, in tema di *transaction reporting*<sup>22</sup>, l'aumento della quantità delle informazioni che gli intermediari devono comunicare alle Autorità competenti quando operano sui mercati finanziari. In questo senso, ad esempio, è previsto l'obbligo di identificare il cliente per conto del quale è stata conclusa l'operazione, verificandone sempre la coerenza con gli interessi dichiarati dal cliente stesso.

---

<sup>20</sup> Si tratta di poteri attribuiti alle Autorità amministrative indipendenti che si traducono in ampi spazi di limitazione della libertà contrattuale delle imprese. In Italia, questo crea un problema di ripartizione di competenze tra banca d'Italia e Consob.

<sup>21</sup> Art. 24, co. 2 MIFID II.

<sup>22</sup> Espressione per indicare le comunicazioni sulle operazioni finanziarie che gli intermediari devono riportare alle Autorità competenti.

Inoltre, l'articolo 24, comma 3 della direttiva MIFID II prevede 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*»; e poi che «*le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali*»; ed ancora che le «*informazioni debbano essere tempestive*».

Le informazioni che devono essere fornite al cliente, potenziale investitore, vengono individuate analiticamente, ma è lasciata agli ordinamenti nazionali e alla regolamentazione amministrativa di settore la libertà di stilare un elenco completo ed esaustivo in fase di recepimento della direttiva. Sicuramente, tra le informazioni più rilevanti da fornire al cliente, vi è quella che indica se la consulenza sia stata fornita su base indipendente o meno (considerando che una delle novità più significative di MIFID II riguarda proprio il tema della consulenza indipendente).

In riferimento alle novità di MIFID II e agli obblighi di trasparenza, poi, si considera il rafforzamento dell'obbligo di comunicazione alla clientela degli oneri e costi connessi all'investimento proposto: si prevede che le diverse voci di costo siano esplicitate e presentate chiaramente al potenziale investitore, così che possa realmente conoscere il costo complessivo del suo investimento e valutarne l'impatto sul rendimento atteso.

Oltre agli obblighi di informare il cliente, la normativa comunitaria contenuta in MIFID II amplia gli obblighi dell'impresa di investimento (già previsti dalla MIFID I precedente) di informarsi, conoscere gli strumenti finanziari offerti e valutarne la compatibilità con le esigenze del cliente. Per poterlo fare, quindi, è previsto che l'impresa di investimento debba conoscere il cliente, sapere quale sia il suo grado di conoscenza ed esperienza nel mercato finanziario e riguardo al prodotto o servizio offerto, quale sia la sua situazione finanziaria e, soprattutto, quali siano i suoi obiettivi di investimento.

L'articolo 25 della direttiva MIFID II, intitolato «*Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti*», al comma 2 impone all'impresa di investimento di ottenere «*le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al*



*tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite».*

Il ruolo dell'informazione nella disciplina contenuta in MIFID II, quindi, si declina in due accezioni: dover informare il cliente, e dover informarsi sul cliente.

Il dovere di informarsi sul cliente, che si sintetizza nell'espressione *know your customer rule*, è la concretizzazione della cosiddetta *suitability rule*, regola in base alla quale le operazioni di investimento dedicate al cliente devono sempre essere "adatte", rispecchiando e valorizzando i suoi obiettivi e le sue esigenze.

Oggi la regola della *suitability* è stata declinata dalla normativa in due sottocategorie: dell'adeguatezza in senso tecnico e dell'appropriatezza<sup>23</sup>.

Il comma 2 dell'articolo 25 della direttiva MIFID II disciplina il regime dell'adeguatezza, e prevede che questo si applichi quando l'intermediario svolge l'attività di consulenza e della gestione di portafoglio<sup>24</sup>.

Nonostante la definizione di consulenza sia rimasta pressoché la stessa in MIFID I e MIFID II, per cui si intende «prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari<sup>25</sup>», la grande novità sta nel fatto che la disciplina prevista da MIFID II distingue le fattispecie della consulenza fornita su base indipendente.

Alla consulenza indipendente è dedicato il considerando 73 della direttiva, che riporta «Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti i prodotti di investimento disponibili sul mercato da parte di tutti

---

<sup>23</sup> Nel nostro ordinamento, si veda il Titolo II, artt. 39 ss., del nuovo Regolamento intermediari della CONSOB, n. 16190/07.

<sup>24</sup> Le stesse fattispecie a cui si applicava il regime di appropriatezza nella normativa previgente.

<sup>25</sup> Vedi art. 4, co. 1, n. 4) MIFID II.

*i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata», e la disciplina di tale fattispecie è regolata dall'articolo 24, paragrafo 7 della stessa direttiva.*

Il motivo per cui MIDIF II ha previsto un regime più rigoroso di *suitability* nella consulenza e nella gestione di portafoglio rispetto alla normativa precedente è giustificato dal fatto che sia nell'una che nell'altra attività l'intermediario (quindi l'impresa di investimento o chi opera per essa) svolge un ruolo attivo.

Nel caso della consulenza, appunto, l'intermediario incide in modo preponderante nella formazione della volontà negoziale dell'investitore/cliente; nella gestione di portafoglio è proprio il gestore che si occupa di far fruttare i risparmi del cliente e decide come muoversi affinché egli ottenga un rendimento degno delle sue prospettive.

Nel rispetto della normativa in esame, si pongono anche i recenti orientamenti dell'ESMA<sup>26</sup> del 25 giugno 2012, sulla scia dei quali anche l'ABI ha provveduto a redigere delle Linee Guida, relative alla valutazione di appropriatezza, la profilatura del cliente, l'individuazione dei requisiti di adeguatezza, la tracciatura delle valutazioni compiute, a cui le Banche ad essa aderenti sono tenute a conformarsi.

La normativa contenuta in MIFID II prevede, comunque, alcune ipotesi di esclusione dell'applicazione del regime di adeguatezza e appropriatezza, e queste sono sia di carattere oggettivo che soggettivo.

Sotto il profilo oggettivo si fa riferimento alle operazioni cosiddette di *execution only*, per cui è la stessa direttiva ad indicare, all'articolo 25, comma 4, le condizioni necessarie affinché si configuri la fattispecie. Esse devono verificarsi cumulativamente, e sono quattro.

---

<sup>26</sup>European Securities and Markets Authority; in data 3 gennaio 2022 l'ESMA ha pubblicato il *final report* contenente le linee guida dedicate ad alcuni aspetti dell'appropriatezza e della *execution-only* previsti nel regime MiFID II.

Per prima cosa, l'oggetto della negoziazione deve essere costituito da strumenti finanziari non complessi, intendendo per "non complessi":

- i. «azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente di un paese terzo o in un sistema multilaterale di negoziazione se si tratta di azioni di società e ad esclusione delle azioni di organismi di investimento collettivo diversi dagli OICVM e delle azioni che incorporano uno strumento derivato;
- ii. obbligazioni o altre forme di debito cartolarizzato, ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente di un paese terzo o in un sistema multilaterale di negoziazione, ad esclusione di quelle che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato;
- iii. strumenti del mercato monetario, ad esclusione di quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato;
- iv. azioni o quote in OICVM ad esclusione degli OICVM strutturati di cui all'articolo 36, paragrafo 1, secondo comma, del regolamento (UE) n. 583/2010;
- v. depositi strutturati, ad esclusione di quelli che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza;
- vi. altri strumenti finanziari non complessi ai fini del presente paragrafo<sup>27</sup>».

La seconda condizione esiste quando si tratti di un servizio prestato su iniziativa del cliente (anche potenziale); la terza condizione riguarda il dovere dell'intermediario di informare il cliente, anche attraverso metodi standardizzati, della scarsa tutela e quindi dei mancati benefici che deriverebbero invece dall'operazione svolta in regime di appropriatezza; e la quarta e ultima condizione si riferisce al fatto che l'intermediario sia comunque tenuto ad assolvere agli obblighi in tema di conflitto di interessi.

Sotto il profilo soggettivo invece si considera la distinzione, già operata da MIFID I precedentemente, tra clienti al dettaglio (o retail), clienti professionali, di diritto e

---

<sup>27</sup> Vedi art. 25, co. 4 MIFID II.

su richiesta<sup>28</sup>, e controparti qualificate. In questo senso, non si applica il regime previsto dalle regole di *suitability* nei casi in cui l'intermediario abbia a che fare con controparti qualificate; ed è previsto dalla normativa un sistema di tutele crescenti a seconda che si tratti di clienti professionali pubblici o privati, di diritto o su richiesta, o di clienti retail.

---

<sup>28</sup> Si veda per la disciplina in merito l'Allegato II della Direttiva MIFID II.

### 2.1.2. IL REGOLAMENTO MIFIR SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

Il Regolamento UE n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari che modifica il regolamento UE n. 648/2012, cosiddetto MIFIR, integra la direttiva MIFID II “*per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento*<sup>29</sup>”.

In particolare, disciplina e stabilisce i requisiti della comunicazione al pubblico delle operazioni di negoziazione svolte dagli intermediari finanziari; le modalità di segnalazioni delle operazioni alle Autorità indipendenti; le modalità di negoziazione degli strumenti finanziari derivati nelle sedi autorizzate. Stabilisce inoltre regole uniformi sui poteri di intervento sui prodotti riconosciuti alle Autorità competenti, all’ESMA e all’EBA; definisce i poteri dell’ESMA in merito ai controlli sulla gestione ed eventuale limitazione delle posizioni e sulle operazioni poste in essere da imprese di Paesi terzi.

A questo proposito, con l’obiettivo di creare un mercato unico finanziario europeo assoggettato a vigilanza comune, con la “Relazione Larosière” del 2009, è stato creato il Sistema europeo di vigilanza (SEVIF): si tratta di un sistema composto dalle autorità europee e da quelle nazionali, in cui si distingue la vigilanza microprudenziale da quella macroprudenziale. La vigilanza microprudenziale (di trasparenza) europea è composta dall’Autorità bancaria europea (ABE), dall’ESMA, e dall’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA): esse collaborano in seno al Comitato congiunto delle Autorità europee (AEV).

La vigilanza macroprudenziale, o regolamentare, è compito del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

---

<sup>29</sup> Barengi, A., *Diritto dei consumatori*. II edizione, Wolters Kluwer, p. 570 ss.

## 2.2. DIRITTO ITALIANO: IL TESTO UNICO DELLA FINANZA

Senza il risparmio non esisterebbe alcun mercato finanziario.

In Italia, è proprio la Costituzione a difendere il risparmio, prevedendo all'articolo 47 che «*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito*». E la Repubblica, nell'attuazione del principio costituzionale dell'incoraggiamento e della tutela del risparmio, favorisce l'accesso dei risparmiatori all'investimento tramite gli intermediari finanziari.

Ogni risparmiatore, quindi, può diventare investitore: è importante che egli conosca quali sono i potenziali rischi connessi alle sue scelte, sappia dell'importanza della diversificazione degli investimenti e capisca che esiste un bilanciamento dei rischi con le aspettative di rendimento.

In Italia, il primo intervento normativo per assicurare un corretto svolgimento del mercato finanziario e quindi la tutela dell'investitore, è stato rappresentato dalla legge n. 1 del 1991, cosiddetta Legge SIM: essa aveva il compito di delineare una disciplina di partenza per la tutela degli investitori. Rappresenta per il nostro Paese un passo molto importante, con la Legge SIM nasce un'embrionale regolazione dei mercati finanziari.

Sicuramente, però, l'intervento più significativo del diritto nazionale è rappresentato dall'emanazione del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ossia Testo Unico della Finanza (TUF), introdotto con decreto legislativo n. 58 nel 1998, e poi modificato a più riprese.

Esso contiene, riordina e armonizza la normativa primaria emanata negli ultimi decenni, adattandola alle regole derivanti dal diritto comunitario in tema di mercati finanziari.

Il Testo Unico della Finanza è composto da sei parti:

- I. disposizioni comuni (artt. 1 – 4 *terdecies*)
- II. disciplina degli intermediari (artt. 5 – 60 *bis*.4 *bis*)
- III. disciplina dei mercati (artt. 60 *ter* – 90 *septies*)
- IV. disciplina degli emittenti (artt. 91 – 165 *septies*)
- V. sanzioni (artt. 166 – 196 *bis*)
- VI. disposizioni transitorie e finali (artt. 197 – 216).

È proprio il Testo Unico della Finanza che sancisce alcuni principi generali in capo agli intermediari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il corretto funzionamento del mercato finanziario. Tali principi si riferiscono all'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, così da servire nel modo migliore l'interesse dei clienti (anche nella disciplina dedicata ai mercati finanziari rinvengono i principi cardine del nostro ordinamento, contenuti nelle disposizioni degli articoli 1175 e 1176 del Codice civile).

Il comportamento diligente si ottiene quando si agisce in maniera professionalmente adeguata: l'intermediario è tenuto a conoscere e svolgere bene il proprio mestiere, comportandosi in maniera corretta e operando senza secondi fini, rispettando tutte le regole e prescrizioni.

La trasparenza si riferisce soprattutto all'abbattimento delle asimmetrie informative: l'intermediario è tenuto a far conoscere al cliente tutte le informazioni connesse al servizio prestato o al prodotto offerto.

In questo modo e attraverso il controllo svolto dalle Autorità competenti sulla condotta degli intermediari, il cliente (risparmiatore, investitore) viene messo nelle condizioni di compiere scelte di investimento consapevoli e rispondenti alle proprie esigenze.

### 2.2.1. REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI

Come anticipato, le regole che riguardano il comportamento degli intermediari finanziari è contenuta nella Parte II del testo Unico della Finanza, titolata “Disciplina degli intermediari” e comprendente gli articoli da 5 a 60 *bis.4 bis*.

Subito è espressa la finalità che la disciplina in esame è volta a perseguire: «*a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*<sup>30</sup>».

Nella stessa disposizione il legislatore nazionale individua nella CONSOB (di concerto con la Banca d’Italia) l’Ente competente riguardo «*la trasparenza e la correttezza dei comportamenti*<sup>31</sup>».

---

<sup>30</sup> Art. 5, co. 1 TUF. Quanto riportato è il testo modificato dall’art. 2 del D.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007; il testo previgente riportava: «la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e al buon funzionamento del sistema finanziario».

<sup>31</sup> Art. 5, co. 3 TUF.



### 2.2.1.1. L'INFORMAZIONE

Una delle cose più importanti quando si parla di investimenti è sicuramente, e come ampiamente detto finora, l'informazione: se non si conosce, è meglio non investire.

L'articolo 21, comma 1, lettera *b*) del Testo Unico della Finanza prevede che gli intermediari finanziari debbano «*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*».

Nonostante la disciplina degli obblighi di comportamento degli intermediari sia variabile a seconda delle singole attività oggetto del contratto quadro, in tutte le tipologie di servizi finanziari e di investimento l'intermediario è tenuto a rispettare le regole di informazione dei confronti della clientela<sup>32</sup>.

Gli articoli 48 e 49 del regolamento 2017/565 UE prevedono un quadro dettagliato delle informazioni che l'intermediario è tenuto a rendere al cliente per ciascuno strumento finanziario, spiegandone le caratteristiche, il funzionamento, le opportunità di rendimento e i diversi risultati attesi in base alle diverse situazioni di mercato, i rischi connessi all'investimento.

Le informazioni devono essere fornite sia prima di investire, sia dopo.

prima della stipulazione del contratto (con oggetto l'investimento finanziario) l'intermediario ha il dovere di fornire «*in tempo utile ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi ad essi connessi*<sup>33</sup>». Tali informazioni devono essere fornite su supporto duraturo (generalmente cartaceo) o, se il cliente acconsente, tramite sito Internet.

Prima di investire devono essere fornite tutte le informazioni sul servizio offerto e sull'intermediario: i clienti devono conoscere, ad esempio, i recapiti o la lingua per comunicare con l'intermediario, la dichiarazione di autorizzazione di quell'intermediario ad operare nel mercato finanziario, le modalità di rendicontazione dell'attività svolta dall'intermediario, quale sistema si usa per

---

<sup>32</sup> Secondo quanto previsto dagli artt. 36 – 37 RIV; artt. 44 – 48 Reg. UE 2017/565.

<sup>33</sup> Come recita l'art. 36, co. 2 RIV.

indennizzare o garantire i depositi dei clienti, come saranno tutelate le somme o i titoli detenuti.

È importante che i clienti siano informati riguardo agli strumenti finanziari: è compito dell'intermediario far comprendere quali sono le caratteristiche e i rischi del tipo di strumento finanziario che i clienti vanno ad acquistare sottoscrivendo il servizio di investimento (ad esempio, in cosa investe il titolo proposto, qual è il termine dell'investimento, se remunera periodicamente o si struttura ad accumulo, etc.).

Devono essere espressi, riguardo ai rischi, il rischio di perdita totale e la possibilità di oscillazioni del prezzo dello strumento e soprattutto, i clienti devono sapere che potrebbero essere chiamati a versare altro denaro oltre alla perdita subita dall'investimento andato male.

L'informazione deve essere fornita anche riguardo ai costi dell'operazione, per cui l'intermediario è tenuto ad indicare sia il prezzo totale per il servizio o strumento finanziario, sia i singoli elementi che lo costituiscono, oltre alla possibilità che emergano nuovi costi e ulteriori imposte rispetto a quelli già pagati dai clienti. È importante che i clienti conoscano l'impatto dei costi sul loro investimento, perché questo è un fattore che limita il rendimento dell'investimento stesso.

Riguardo al dopo, è fatto obbligo all'intermediario di fornire periodicamente ai clienti la rendicontazione dell'attività prestata; è prevista la specifica modalità di rendicontazione per le diverse tipologie dei servizi di investimento.

Nel complesso, il dovere di informazione cui sono tenuti gli intermediari finanziari rende concreto il loro ruolo di guida del cliente nella scelta dell'investimento che meglio risponde alle sue aspettative ed esigenze, ai sensi di quanto previsto dalla direttiva comunitaria MIFID II.

#### 2.2.1.2. IL CONTRATTO

I servizi di investimento, fatta eccezione per la consulenza, devono essere finalizzati con contratto scritto<sup>34</sup> e una copia è da consegnare ai clienti, come previsto dall'articolo 23 del Testo Unico della Finanza. La norma prosegue poi stabilendo che la CONSOB, *«sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma, assicurando nei confronti dei clienti al dettaglio appropriato livello di garanzia. Nei casi di inosservanza della norma prescritta, il contratto è nullo»*.

La dottrina si è chiesta se tale disposizione fosse da applicare esclusivamente al contratto quadro di cui all'articolo 37, comma 1 del nuovo regolamento intermediari, ovvero anche ai singoli contratti esecutivi. Importante sottolineare, ai fini dell'elaborato, che la normativa fornisce una disciplina particolare riguardo ai vincoli della forma, riguardo ai contratti quadro e agli ordini a distanza<sup>35</sup>.

Nel contratto devono essere indicati: il servizio e le prestazioni dovute; la modifica e il rinnovo del contratto; le modalità con cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; la frequenza e il contenuto della rendicontazione; eventualmente la soglia di perdita oltre la quale avvertire il cliente; la remunerazione dell'intermediario e i suoi incentivi; la possibilità di prestare consulenza in materia di investimenti; i rimedi in caso di controversie.

---

<sup>34</sup> Si deve precisare che la forma scritta è richiesta per il contratto contenente l'accordo sulla prestazione di investimento; cosa diversa sono gli ordini conferiti all'intermediario in esecuzione del contratto: per essi non è necessariamente prevista la forma scritta.

<sup>35</sup> Cifr sugli ordini online la Comunicazione CONSOB DI/30396 del 21 aprile 2000.

### 2.2.1.3. *BEST EXECUTION*

È previsto dalla normativa comunitaria e nazionale che gli intermediari finanziari, nell'eseguire gli ordini di investimento dei clienti, debbano agire adottando sempre la strategia tesa ad ottenere il miglior risultato possibile nel tempo.

In particolare, salvo esplicite disposizioni imposte dal cliente, *«gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alla dimensione, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione ai fini della sua esecuzione<sup>36</sup>»*.

---

<sup>36</sup> Come previsto dall'art. 45 RIV.

#### 2.2.1.4. ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA DELL'INVESTIMENTO

Considerando il disposto degli articoli 40 e seguenti RIP e quanto previsto dalla normativa contenuta in MIFID II, nell'ordinamento vigente è previsto che:

- ◇ in presenza di servizi di consulenza (anche erogata senza contratto scritto) e gestione di portafogli l'intermediario è obbligato a compiere una valutazione dettagliata e approfondita (cosiddetta valutazione di adeguatezza, che si aggiunge a quella di appropriatezza) poiché in queste fattispecie lo stesso intermediario svolge una funzione preponderante nella formazione della volontà negoziale del cliente; è fondamentale che si reperisca il maggior numero di elementi e informazioni che riguardano il cliente e la sua conoscenza/esperienza in materia di investimenti. Solo attraverso una valutazione così rigorosa, infatti, l'intermediario sarà in grado di consigliare servizi di investimento o strumenti finanziari davvero adeguati, e saprà gestire patrimoni nel concreto interesse del cliente con particolare riferimento alla sua tolleranza al rischio e alla sua capacità di sopportare perdite. È previsto inoltre che l'intermediario fornisca al cliente, prima di concludere l'operazione e su supporto durevole, una dichiarazione di adeguatezza, nella quale sia indicato che la consulenza erogata sia corrispondente alle preferenze, alle aspirazioni e alle altre caratteristiche del cliente;
- ◇ per tutti gli altri servizi di investimento, la normativa considera sufficiente la mera valutazione di appropriatezza (di minore portata rispetto a quella sopra citata) compiuta dall'intermediario, con cui si tiene conto esclusivamente della esperienza/conoscenza del cliente riguardo allo strumento finanziario offerto o richiesto. Qualora l'intermediario ravvisasse, in questo caso, che le informazioni ottenute dal cliente non sono appropriate per comprendere i reali rischi derivanti dall'investimento o non sono sufficienti, lo comunica al cliente stesso;
- ◇ nel caso in cui la prestazione dell'intermediario si restringa alla mera esecuzione di ordini (cosiddetta *execution only*), egli non è tenuto ad eseguire alcuna valutazione di appropriatezza (e, quindi, nemmeno di

adeguatezza). È onere dell'intermediario, però, far sapere al cliente che in questa circostanza non si configura un regime di tutela adeguato.

Nelle immagini successive si riporta il Fax simile delle interviste di adeguatezza e appropriatezza, ai sensi di quanto previsto dalla direttiva MIFID II, a cui vengono sottoposti i clienti *retail* nell'operatività dei consulenti di Unicredit Group.

In particolare, rispondendo alle domande dell'intervista di adeguatezza si indaga sulle condizioni economiche del cliente e sui suoi obiettivi di investimento, definendo il suo profilo di rischio (che può essere cauto, prudente, bilanciato o dinamico).

Una volta concluso questo primo step, si prosegue con la compilazione dell'intervista di appropriatezza, con la quale si indaga sulla conoscenza ed esperienza del cliente in merito ai mercati finanziari e ai prodotti di investimento in senso generico.

Al termine dell'intervista, il consulente bancario avrà dichiarato, sulla base delle risposte fornite dal cliente, quali sono gli obiettivi di investimento, qual è il profilo di rischio dell'investitore e qual è la sua conoscenza del settore finanziario. Il consulente, quindi, si troverà di fronte ad una serie di prodotti che possono essere proposti al cliente (appare accanto a questa lista di prodotti una spunta verde), e ad una serie di prodotti che non possono tassativamente essere proposti. In questo modo, l'offerta commerciale del consulente vuole essere sempre indirizzata, nel rispetto della normativa vigente, a tutelare il risparmiatore e rispettare le sue esigenze e idee di investimento.

Figura 2- Fax simile intervista appropriatezza Unicredit Banca



Gentile Signore/Signora,

Le riportiamo qui di seguito il testo delle domande relative alla c.d. Intervista Appropriata, con le possibili risposte che potranno essere fornite.

Le evidenziamo come alcune delle domande di seguito riportate potrebbero non essere sottoposte, in funzione delle risposte da Lei fornite nel corso dell'intervista medesima; Le evidenziamo inoltre come la possibilità di fornire alcune risposte a specifiche domande potrebbe essere condizionata dalle risposte da Lei fornite a precedenti domande.

**FAC - SIMILE INTERVISTA APPROPRIATEZZA**

**Istruzione**

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.1</b>      | Quale titolo di studio ha conseguito?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Laurea o Master in discipline economiche/giuridiche/ingegneria, con orientamento finanza e mercati</li> <li>b. Laurea in discipline economiche/scienze matematiche/ingegneria/giuridiche, senza orientamento finanza e mercati</li> <li>c. Laurea in altre discipline/Licenza media superiore</li> <li>d. Licenza media inferiore</li> <li>e. Nessuno dei precedenti</li> </ul> |

**Professione**

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.2</b>      | In quale categoria rientra la Sua professione svolta negli ultimi 10 anni? In caso di più di una professione selezionarne più di una  |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Attività lavorativa, anche in libera professione, in ambito economico/finanziario/giuridico con focus su finanza/mercati</li> <li>b. Attività lavorativa, anche in libera professione, in ambito economico/finanziario/giuridico senza focus su finanza/mercati</li> <li>c. Imprenditore titolare di azienda/manager di azienda con almeno 10 dipendenti</li> <li>d. Imprenditore titolare di azienda/manager di azienda con meno di 10 dipendenti</li> <li>e. Attività lavorativa, anche in libera professione, in ambiti diversi da quello economico/finanziario/giuridico</li> <li>f. In pensione da oltre 10 anni e con attività lavorativa svolta in ambito economico/finanziario/giuridico</li> <li>g. Nessuna delle precedenti risposte</li> </ul> |

**Grado di informazione/ aggiornamento relativamente ai mercati finanziari**

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>1.3</b>      | Si tiene aggiornato sull'andamento dei mercati finanziari?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Sì, mi tengo informato sui mercati tutti i giorni</li> <li>b. Sì, mi tengo informato sui mercati almeno una volta alla settimana</li> <li>c. Non ricerco specificatamente informazioni sui mercati ma mi tengo aggiornato nell'ambito dell'informazione di carattere più generico</li> <li>d. Non mi interessano in modo particolare le informazioni sui mercati finanziari</li> </ul> |

**Conoscenza**

|   |   |
|---|---|
| <b>2.1</b>  | Secondo la Sua conoscenza, quale di questi fattori può comportare un aumento del rischio dell'investimento? Per ciascuna delle seguenti affermazioni le chiediamo di indicare la risposta |
| Un fondo con commissioni di sottoscrizione ha un rischio di oscillazione del valore di mercato maggiore rispetto ad un fondo senza commissioni di sottoscrizione.   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vero</li> <li>Falso</li> <li>Non saprei</li> </ul>   |
| Un titolo quotato su un mercato regolamentato (ad esempio Borsa Italiana) con pochi scambi è più rischioso, in termini anche di smobilizzo, rispetto ad un titolo quotato su un mercato regolamentato (ad esempio Borsa Italiana) con rilevanti volumi di negoziazione. | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vero</li> <li>Falso</li> <li>Non saprei</li> </ul>   |
| Una modifica del rating di un emittente di un titolo impatta sulla reputazione della società ma non anche sulla rischiosità dei titoli.   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vero</li> <li>Falso</li> <li>Non saprei</li> </ul>   |

Unicredit SpA - Sede Sociale e Direzione Generale: Piazza Gae Aulenti, 3 - Tower A - 20154 Milano Iscrizione al Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi, Codice Fiscale e P. IVA n° 00348170101 Capitale Sociale € 21.277.874.388,48 Banca iscritta all'Albo delle Banche e Capogruppo del Gruppo Bancario UniCredit - Albo dei Gruppi Bancari: cod. 02008.1 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia Codice ABI 02008.1 Imposta di bollo, ove dovuta, assolta in modo virtuale Aut. Agenzia delle Entrate, Ufficio di Roma 1, n. 143106/07 del 21.12.2007

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>2.2</b>      | Secondo la Sua conoscenza, per una compiuta valutazione di uno strumento finanziario:  |
| <b>Risposta</b> | <p>a. E' sufficiente considerare il rendimento passato, poiché lo stesso rappresenta una sintesi del grado di rischiosità dell'investimento tenuto conto del fatto che i rendimenti passati sono sempre indicativi dei rendimenti futuri</p> <p>b. E' necessario considerare tutte le caratteristiche particolari dello strumento che ne determinano il funzionamento nel corso dell'investimento (per esempio, caratteristiche della protezione del capitale, quali protezione totale, parziale, condizionata all'andamento del valore di mercato del sottostante, clausole di rimborso anticipato, corresponsione di cedole/proventi, possibile assoggettamento al bail in)</p> <p>c. Non saprei</p> |

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>2.3</b>      | <p>Si definisce "frontiera efficiente" la curva che collega tutti i portafogli che rappresentano la migliore combinazione possibile di rendimento e rischio. Un portafoglio si colloca sulla frontiera efficiente se per quel dato livello di rischio massimizza il rendimento atteso o se per quel dato livello di rendimento atteso minimizza il rischio.</p> <p>Ipotesizzando due portafogli sulla frontiera efficiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• portafoglio A con rendimento atteso 3% e rischio 5%</li> <li>• portafoglio B con rendimento atteso 10% e rischio 30%</li> </ul> <p>Un terzo portafoglio C sempre sulla frontiera efficiente, con rendimento atteso del 7%, secondo Lei che valore plausibile di rischio potrebbe avere tra quelli indicati?</p> |
| <b>Risposta</b> | <p>a. 5%</p> <p>b. 15%</p> <p>c. Non saprei</p>  |

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.4</b>      | Secondo la Sua conoscenza, quale di queste proposte sarebbe più efficace in termini di diversificazione di portafoglio?   |
| <b>Risposta</b> | <p>a. Portafoglio investito in società che operano nello stesso settore merceologico, ad esempio 10 società diverse che operano nel settore automobilistico</p> <p>b. Portafoglio investito in società che operano in settori diversi, ad esempio 3 società finanziarie, 3 società farmaceutiche e 4 società metalmeccaniche</p> <p>c. Non saprei</p> |

Le successive due domande 2.5 e 2.6, relative, rispettivamente, ai concetti di "rischio di cambio" e "rischio di liquidità", Le saranno sottoposte solo in funzione delle risposte da Lei fornite alle domande relative alle precedenti sezioni "Istruzione", "Professione" e "Grado di informazione/ aggiornamento relativamente ai mercati finanziari".

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.5</b>      | L'investimento in prodotti finanziari denominati in valuta diversa dall'Euro implica un ulteriore elemento di rischio, derivante dalle oscillazioni del rapporto di cambio tra la valuta estera e l'Euro. Secondo la Sua conoscenza, quale dei seguenti investimenti implicherebbe un tale tipo di rischio? |
| <b>Risposta</b> | <p>a. Investimento in titoli di stato statunitensi denominati in Dollari</p> <p>b. Investimento in obbligazioni di una società statunitense denominate in Euro</p> <p>c. Investimento in azioni di una società francese denominate in Euro</p> <p>d. Non saprei</p>   |

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>2.6</b>      | Il rischio di liquidità di uno strumento finanziario consiste nella difficoltà di vendere lo strumento finanziario, in tempi ragionevolmente brevi, a condizioni di prezzo tali da riflettere una pluralità di interessi in acquisto e in vendita e senza penalità contrattuali per l'investitore. Secondo la Sua conoscenza, quale dei seguenti strumenti finanziari è più facile da vendere a condizioni di prezzo significative in tempi ragionevolmente brevi? |
| <b>Risposta</b> | <p>a. Strumenti derivati strutturati su misura del singolo Cliente e non cedibili</p> <p>b. Azioni quotate in un mercato regolamentato (es. Borsa Italiana) e trattate normalmente con rilevanti volumi di negoziazione</p> <p>c. Obbligazioni emesse da società non quotate in mercati regolamentati</p> <p>d. Non saprei</p>   |



### Esperienza presso terzi

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>3.1</b>      | Quante operazioni su strumenti/ prodotti finanziari ha effettuato nell'ultimo anno, per il tramite di intermediari diversi dalla Banca?   |
| <b>Risposta</b> | a. Nessuna<br>b. Fino a 10<br>c. Tra 11 e 24<br>d. Oltre 24   |
| <b>3.2</b>      | In caso di risposta diversa da "nessuna" alla precedente domanda 3.1, qual è stato il controvalore complessivo delle operazioni eseguite nel corso dell'ultimo anno, per il tramite di intermediari diversi dalla Banca?  |
| <b>Risposta</b> | a. Fino a 10.000 Euro<br>b. Tra 10.001 e 30.000 Euro<br>c. Tra 30.001 e 50.000 Euro<br>d. Oltre 50.000 Euro   |
| <b>3.3</b>      | In caso di risposta diversa da "nessuna" alla domanda 3.1, in relazione a quali delle seguenti tipologie di strumenti/prodotti finanziari ha effettuato operazioni nel corso dell'ultimo anno, per il tramite di intermediari diversi dalla Banca? (E' possibile selezionare più di una risposta) |
| <b>Risposta</b> | a. Nessuna<br>b. Obbligazioni, Titoli di stato, Fondi comuni, Pronti contro termine<br>c. Azioni, Prodotti di investimento assicurativi<br>d. Obbligazioni subordinate, Obbligazioni strutturate, Fondi Chiusi<br>e. Certificati, Derivati regolamentati  |

Figura 3 - Fax simile intervista adeguatezza Unicredit Banca



Gentile Signore/Signora

Le riportiamo qui di seguito il testo delle domande relative alla c.d. Intervista Adeguatezza per Clienti persone fisiche, con le possibili risposte che potranno essere fornite.

Ai fini dell'intervista vengono acquisite informazioni sul numero di componenti il nucleo familiare e, in caso di cointestazione, l'età del soggetto che si vuole assumere come valore di riferimento ai fini delle verifiche di coerenza che la Banca effettua sulle risposte fornite dal Cliente.

Le evidenziamo come alcune delle domande di seguito riportate potrebbero essere sottoposte solo in funzione di specifiche risposte da Lei fornite nel corso dell'intervista medesima; Le evidenziamo inoltre come la possibilità di fornire alcune risposte a specifiche domande potrebbe essere condizionata dalle risposte da Lei fornite a precedenti domande.

**FAC - SIMILE INTERVISTA ADEGUATEZZA PERSONE FISICHE**

**Età**

|                 |  |
|-----------------|--|
|                 | Quale tra i seguenti componenti della cointestazione si vuole prendere come componente di riferimento della cointestazione medesima? |
| <b>Risposta</b> |  |

**Composizione nucleo familiare**

|                 |   |
|-----------------|---|
|                 | Intendendosi per nucleo familiare il numero di persone che basano il loro sostentamento sul Suo patrimonio, da quante persone è composto tale nucleo familiare? |
| <b>Risposta</b> |   |

**Situazione finanziaria**

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>1.1</b>      | In quale fascia ricadono le Sue entrate regolari mensili?  |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non ho entrate regolari mensili</li> <li>b. Fino a 1.000 Euro</li> <li>c. Tra 1.001 e 2.000 Euro</li> <li>d. Tra 2.001 e 3.500 Euro</li> <li>e. Oltre 3.500 Euro</li> <li>f. Non rispondo</li> </ul> |

**Nel caso in cui l'intervista venga rilasciata da clienti di Cordusio Fiduciaria o di altra Fiduciaria, nella domanda successiva con "intermediari terzi" si intendono tutti gli intermediari, compresa anche UniCredit Spa**

|                 |  |
|-----------------|--|
| <b>1.2</b>      | In quale fascia ricadono i Suoi impegni finanziari mensili presso intermediari terzi?  |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non ho impegni finanziari mensili presso intermediari terzi</li> <li>b. Fino a 250 Euro</li> <li>c. Tra 251 e 750 Euro</li> <li>d. Tra 751 e 2.000 Euro</li> <li>e. Oltre 2.000 Euro</li> <li>f. Non rispondo</li> </ul> |

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.3</b>      | In quale fascia ricadono le Sue altre uscite mensili ricorrenti?  |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non ho altre uscite mensili ricorrenti</li> <li>b. Fino a 250 Euro</li> <li>c. Tra 251 e 750 Euro</li> <li>d. Tra 751 e 2.000 Euro</li> <li>e. Oltre 2.000 Euro</li> <li>f. Non rispondo</li> </ul> |

UniCredit SpA - Sede Sociale e Direzione Generale: Piazza Gae Aulenti, 3 - Tower A - 20154 Milano Iscrizione al Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi, Codice Fiscale e P. IVA n° 00348170101 Capitale Sociale € 21.277.874.388,48 Banca iscritta all'Albo delle Banche e Capogruppo del Gruppo Bancario UniCredit - Albo dei Gruppi Bancari: cod. 02008,1 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia Codice ABI 02008,1 Imposta di bollo, ove dovuta, assolta in modo virtuale Aut. Agenzia delle Entrate, Ufficio di Roma 1, n. 143196/07 del 21.12.2007

Nel caso in cui l'Intervista venga rilasciata da clienti di Cordusio Fiduciaria o di altra Fiduciaria, nella domanda successiva con "intermediari terzi" si intendono tutti gli intermediari, compresa anche UniCredit Spa

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.4</b>      | In quale fascia ricade il suo patrimonio mobiliare presso intermediari terzi?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non possiedo patrimonio mobiliare presso intermediari terzi</li> <li>b. Fino a 20.000 Euro</li> <li>c. Tra 20.001 e 50.000 Euro</li> <li>d. Tra 50.001 e 150.000 Euro</li> <li>e. Tra 150.001 e 300.000 Euro</li> <li>f. Oltre 300.000 Euro</li> <li>g. Non rispondo</li> </ul> |

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.5</b>      | In quale fascia ricade il suo patrimonio immobiliare?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non possiedo patrimonio immobiliare</li> <li>b. Fino a 15.000 Euro</li> <li>c. Tra 15.001 e 75.000 Euro</li> <li>d. Tra 75.001 e 200.000 Euro</li> <li>e. Tra 200.001 e 300.000 Euro</li> <li>f. Oltre 300.000 Euro</li> <li>g. Non rispondo</li> </ul> |

Nel caso in cui l'Intervista venga rilasciata da clienti di Cordusio Fiduciaria o di altra Fiduciaria, nella domanda successiva con "intermediari terzi" si intendono tutti gli intermediari, compresa anche UniCredit Spa

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>1.6</b>      | In quale fascia ricade il suo debito residuo presso intermediari terzi?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Non ho debito presso intermediari terzi</li> <li>b. Fino a 15.000 Euro</li> <li>c. Tra 15.001 e 75.000 Euro</li> <li>d. Tra 75.001 e 200.000 Euro</li> <li>e. Tra 200.001 e 300.000 Euro</li> <li>f. Oltre 300.000 Euro</li> <li>g. Non rispondo</li> </ul> |

#### OBIETTIVI DI INVESTIMENTO

##### Propensione al rischio

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.1</b>      | Considerato che le oscillazioni dei mercati finanziari impattano positivamente o negativamente sul valore del portafoglio e che ad ogni rendimento atteso è collegato un correlato grado di rischio, negli investimenti la Sua priorità è:  |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Puntare a preservare in modo costante il valore dell'investimento a fronte di un livello di rischio basso e di un rendimento anche basso (profilo cauto)</li> <li>b. Puntare ad un lieve incremento del valore dell'investimento a fronte di un livello di rischio medio basso (profilo prudente)</li> <li>c. Puntare ad incrementare il valore dell'investimento a fronte di un livello di rischio medio alto (profilo bilanciato)</li> <li>d. Puntare a cogliere le opportunità di mercato per massimizzare il rendimento a fronte di un rischio alto (profilo dinamico)</li> </ul> |

In base alle risposte da Lei fornite alle precedenti domande, nonchè ai dati in possesso da parte della Banca, Le potrà essere sottoposta anche la seguente domanda volta ad indagare quale reazione Lei potrebbe avere in caso di repentino movimento avverso dei mercati.

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.1 bis</b>  | Se un prodotto nel Suo portafoglio dovesse subire una repentina perdita di valore di mercato, quale sarebbe il Suo approccio?   |
| <b>Risposta</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Disinvestirei perchè non sono disposto ad accettare ulteriori perdite</li> <li>b. Valuterei un disinvestimento parziale per limitare il rischio di ulteriori perdite</li> <li>c. Non necessariamente disinvestirei ma valuterei l'opportunità di incrementare l'investimento</li> </ul> |

### Orizzonte Temporale

La domanda successiva Le sarà sottoposta solo nel caso in cui la Sua età, o quella del soggetto preso a riferimento in caso di coestestazione, sia superiore ad un limite fissato dalla Banca stessa.

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.2.1</b>    | Nella pianificazione dei Suoi investimenti l'obiettivo è:   |
| <b>Risposta</b> | a. La pianificazione successiva in favore degli eredi<br>b. Il mantenimento nel tempo del tenore di vita<br>c. Nessuno dei precedenti   |
| <b>2.2</b>      | Definito l'orizzonte temporale come il periodo di tempo per il quale un investitore intende conservare i propri investimenti finanziari, qual è il Suo orizzonte temporale?   |
| <b>Risposta</b> | a. Breve periodo (fino a 18 mesi)<br>b. Prevalentemente breve periodo (fino a 18 mesi), limitando eventuali investimenti nel medio/lungo periodo al 20% del portafoglio<br>c. Medio periodo (fino a 60 mesi)<br>d. Prevalentemente medio periodo (fino a 60 mesi) limitando eventuali investimenti nel lungo periodo al 30% del portafoglio<br>e. Prevalentemente o totalmente di lungo periodo (oltre 60 mesi) |

### Preferenze di sostenibilità:

Per preferenze di sostenibilità si intende la scelta se includere o meno, e se sì in che misura, nel portafoglio i seguenti strumenti (c.d. "strumenti rilevanti ai fini delle preferenze di sostenibilità"):

- a. strumenti finanziari per i quali una quota minima è investita in investimenti ecosostenibili ai sensi di quanto stabilito tempo per tempo dalla normativa in materia, ossia investimenti in attività economiche che contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più dei seguenti obiettivi ambientali (a condizione che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance):
  - la mitigazione dei cambiamenti climatici, in termini di contenimento della temperatura media mondiale;
  - l'adattamento ai cambiamenti climatici, inteso come l'adeguamento ai cambiamenti climatici attuali e previsti e ai loro effetti;
  - l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
  - la transizione verso un'economia circolare, ossia un sistema economico in cui il valore dei prodotti, dei materiali e delle altre risorse nell'economia è mantenuto il più a lungo possibile, migliorandone l'uso efficiente nella produzione e nel consumo, così da ridurre l'impatto ambientale del loro uso, riducendo al minimo i rifiuti e il rilascio di sostanze pericolose in tutte le fasi del loro ciclo di vita;
  - la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
  - la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- b. strumenti finanziari per i quali una quota minima è investita negli investimenti ecosostenibili di cui alla precedente lettera a) oppure in investimenti in attività economiche che contribuiscono a obiettivi sociali, in particolare investimenti che contribuiscono alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuovono la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o investimenti in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate (a condizione che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance);
- c. strumenti finanziari che considerano i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità di natura ambientale, sociale e di governance.

In caso di prodotti di investimento assicurativi, la Banca - ai fini dell'individuazione del peso nel portafoglio di "strumenti rilevanti ai fini delle preferenze di sostenibilità" - tiene conto degli "strumenti rilevanti ai fini delle preferenze di sostenibilità" presenti in tali prodotti di investimento assicurativi.

I criteri di dettaglio tempo per tempo vigenti relativi all'identificazione degli "strumenti rilevanti ai fini delle preferenze di sostenibilità" sono disponibili sul sito <https://www.unicredit.it/it/info/normativa-mifid.html>.

|                 |   |
|-----------------|---|
| <b>2.3</b>      | Rispetto al Suo portafoglio, è interessato ad investire una porzione minima in "strumenti rilevanti ai fini delle preferenze di sostenibilità"? |
| <b>Risposta</b> | a. No, non sono interessato<br>b. Sì, almeno il 10%<br>c. Sì, almeno il 20%<br>d. Sì, almeno il 35%   |

### 2.2.2 IL RUOLO DELLA CONSOB

All'articolo 6 del Testo Unico della Finanza sono disciplinati i poteri regolamentari di vigilanza, che le Autorità preposte devono svolgere congiuntamente o previa consultazione. In Italia l'esercizio dei poteri regolamentari è riservato alla Banca d'Italia e alla CONSOB.

È affidato alla CONSOB, l'Organo di controllo del mercato finanziario italiano, il cui acronimo sta per Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, il compito di:

- ◇ verificare la trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti che operano nel mercato finanziario, al fine di salvaguardare la fiducia e la competitività del sistema, garantire il rispetto delle norme, tutelare gli investitori;
- ◇ controllare che gli scambi nei mercati finanziari avvengano in maniera ordinata;
- ◇ vigilare ed intervenire per sanzionare eventuali comportamenti scorretti, disciplinando gli obblighi di comunicazione ai clienti e assicurando il rispetto dell'obbligo di assicurare che la gestione degli ordini da parte degli intermediari aderisca alle concrete esigenze e aspettative dei clienti;
- ◇ assicurarsi che gli investitori dispongano di informazioni sufficienti per prendere decisioni di investimento consapevoli, adoperandosi per incrementare lo sviluppo della cultura finanziaria (anche dei potenziali investitori);
- ◇ garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando sia la qualità delle operazioni e degli strumenti negoziati sul mercato finanziario, sia l'efficienza e certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi nei mercati regolamentati.

È da precisare che quanto previsto dall'articolo 6 TUF, sui poteri di vigilanza dei soggetti autorizzati in riferimento agli obblighi di trasparenza da un lato, e di correttezza dei comportamenti dall'altro, si applica a tutte le fasi del rapporto tra l'intermediario e l'investitore; si considerano quindi comprese nel disposto anche la "fase di trattativa" e la "fase di formazione del contratto".

Ogni qualvolta il cliente sospetti che l'operazione svolta non rispecchi i suoi interessi, ma piuttosto quelli dell'intermediario, può rivolgersi alla CONSOB.

## 2.3. OFFERTA FUORI SEDE DI SERVIZI FINANZIARI E CONTRATTI CONCLUSI A DISTANZA

### 2.3.1. LA DIRETTIVA 2002/65/CE SULLA COMMERCIALIZZAZIONE A DISTANZA DI SERVIZI FINANZIARI

Il 23 settembre 2002 il parlamento e il Consiglio europeo hanno adottato la direttiva 2002/65/CE concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori<sup>37</sup>. Essa sostituisce l'abrogata direttiva 97/7/CE sui contratti a distanza, includendo nel novero dei contratti conclusi a distanza anche la fattispecie degli strumenti finanziari<sup>38</sup>, e si pone sullo stesso piano, in rapporto genere-specie, con la direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico<sup>39</sup>, nella quale il termine "elettronico" si riferisce alla tecnica con cui il commercio si realizza, quindi *on-line*, via Internet.

L'obiettivo della direttiva 2002/65/CE è quello di stabilire regole unitarie per la commercializzazione a distanza di servizi finanziari dai fornitori ai consumatori nell'Unione, al fine di garantire la protezione dei consumatori.

In linea con quanto previsto dall'articolo 95 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, l'unificazione o almeno il riavvicinamento delle legislazioni degli Stati Membri sul tema dei mercati finanziari si considera un punto fondamentale per la costituzione del Mercato Unico: esiste uno stretto legame tra tutela del consumatore e mercato interno.

I servizi finanziari si prestano, per la loro natura immateriale, al commercio a distanza (sia esso elettronico o telefonico), e la normativa comunitaria conserva l'obiettivo di garantire al consumatore la possibilità di esaminare con cura il contratto e comparare altre offerte prima di concluderlo, oltre alla possibilità di

---

<sup>37</sup> La direttiva adottata modifica la direttiva 619/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE e 98/27/CE.

<sup>38</sup> Si veda il decimo considerando della direttiva 2002/65/CE, per cui "*La direttiva 97/7/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 1997, riguardante la protezione dei consumatori in materia di contratti a distanza, stabilisce le principali disposizioni che si applicano ai contratti a distanza relativi a beni o servizi conclusi tra un fornitore e un consumatore. I servizi finanziari non sono tuttavia contemplati da detta direttiva*".

<sup>39</sup> Si legge nel sesto considerando della direttiva 2002/65/CE: "*La presente direttiva dovrebbe essere applicata conformemente al trattato ed al diritto derivato, ivi compresa la direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico che è applicabile unicamente alle operazioni rientranti nel suo campo d'applicazione*".

poter recedere da esso; ha inoltre lo scopo di assicurare al fornitore di poter commercializzare i suoi prodotti con le tecniche di vendita a distanza in un mercato regolamentato in cui si possano concludere contratti con i consumatori.

Ai sensi della direttiva comunitaria, si intende per:

- ◇ contratto a distanza: *«qualunque contratto avente per oggetto beni o servizi stipulato tra un fornitore e un consumatore nell'ambito di un sistema di vendita o di prestazione di servizi a distanza organizzato dal fornitore che, per tale contratto, impieghi esclusivamente una o più tecniche di comunicazione a distanza fino alla conclusione del contratto, compresa la conclusione del contratto stesso<sup>40</sup>»*. Il contratto deve concludersi tra l'investitore e un fornitore di servizi finanziari, in un contesto di prestazioni a distanza organizzate dal fornitore, il quale deve utilizzare una o più tecniche di comunicazione a distanza, che devono essere utilizzate poi da entrambe le parti in tutte le fasi del contratto fino alla sua conclusione;
- ◇ servizio finanziario: *«qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento<sup>41</sup>»*. Si precisa che l'ambito di applicazione della direttiva riguarda tutti i servizi di investimento suscettibili di essere proposti al cliente;
- ◇ fornitore: *«qualunque persona fisica o giuridica, pubblica o privata, che, nell'ambito delle proprie attività commerciali o professionali, è il fornitore contrattuale dei servizi oggetto di contratti a distanza<sup>42</sup>»*;
- ◇ consumatore: *«qualunque persona fisica che, nei contratti a distanza, agisca per fini che non rientrano nel quadro della propria attività commerciale o professionale<sup>43</sup>»*;

---

<sup>40</sup> Definizione contenuta nell'art. 2, co. 1 della direttiva 97/7/CE, che la direttiva 2002/65/CE pressoché riprende e ricalca.

<sup>41</sup> Art. 2, lett. b) della direttiva 2002/65/CE.

<sup>42</sup> Art. 2, lett. c) della direttiva 2002/65/CE; il legislatore ha voluto distinguere il fornitore dall'intermediario, a cui è riservato un ruolo marginale ai sensi della direttiva, e dall'operatore o fornitore di tecnica di comunicazione a distanza, inteso come *«qualunque persona fisica o giuridica, pubblica o privata, la cui attività commerciale o professionale consista nel mettere a disposizione dei fornitori una o più tecniche di comunicazione a distanza»* secondo quanto previsto dall'art. 2, lett g) della direttiva in esame.

<sup>43</sup> Art. 2, lett. d) della direttiva 2002/65/CE.



- ◇ tecnica di comunicazione a distanza: *«qualunque mezzo che, senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore, possa impiegarsi per la commercializzazione a distanza di un servizio tra le parti<sup>44</sup>»*;
- ◇ Supporto durevole: *«qualsiasi strumento che permetta al consumatore di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette in modo che possano essere agevolmente recuperate durante un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse, e che consenta la riproduzione immutata delle informazioni memorizzate<sup>45</sup>»*.

Proseguendo nell'analisi degli articoli della direttiva, si impone all'intermediario l'obbligo di comunicare al consumatore, in tempo utile e prima che questo risulti vincolato da un contratto a distanza, le informazioni essenziali riguardo la sua identità, il servizio finanziario proposto, le peculiarità della disciplina dei contratti a distanza, i rimedi a disposizione del consumatore nel caso ci fossero problematiche con l'esecuzione del contratto. La direttiva inoltre prevede che il fornitore non sia vincolato al dovere di mantenere immutata la sua proposta fino alla decisione del consumatore, ma anzi, debba esplicitare per quanto tempo essa rimane valida ed eventualmente immutata.

Oltre alle informazioni tipizzate ed elencate all'articolo 3 della direttiva, devono essere comunicate al consumatore anche eventuali informazioni aggiuntive e tutte devono essere fornite in modo chiaro, comprensibile e con mezzi adeguati alla comunicazione a distanza.

È facoltà degli Stati Membri che recepiscono la direttiva in questione negli ordinamenti nazionali scegliere di introdurre disposizioni ancora più dettagliate e rigorose riguardo agli obblighi informativi imposti al fornitore, in forza della cosiddetta clausola minima voluta dal Comitato economico sociale.

Con l'obiettivo di aumentare la fiducia dell'investitore nei confronti del mercato finanziario, l'articolo 5 della direttiva prevede due forme di tutela dell'investitore, per cui *«In qualsiasi momento del rapporto contrattuale il consumatore, se lo richiede, ha il diritto di ricevere le condizioni contrattuali su supporto cartaceo.*

---

<sup>44</sup> Art. 2, lett. e) della direttiva 2002/65/CE.

<sup>45</sup> Art. 2, lett. f) della direttiva 2002/65/CE.

*Inoltre, il consumatore ha il diritto di cambiare la tecnica di comunicazione a distanza utilizzata, a meno che ciò non sia incompatibile con il contratto concluso o con la natura del servizio finanziario prestato».*

Particolare attenzione meritano i contratti conclusi mediante telefonia vocale: se la comunicazione avviene con questa modalità, il fornitore è tenuto ad esplicitare la sua identità e il fine commerciale della chiamata e solo se il consumatore acconsente, può proseguire dando ulteriori informazioni. Tutte le informazioni che il fornitore è tenuto a comunicare alla controparte prima della conclusione del contratto, in questo caso devono essere fornite immediatamente dopo la conclusione del contratto (sempre che ci si trovi nell'ipotesi in cui, per volontà del consumatore, il contratto viene concluso definitivamente tramite telefono).

Un'ulteriore forma di tutela del consumatore si rinviene nella direttiva con la previsione del diritto di recesso: un recesso cosiddetto penitenziale<sup>46</sup> e ordinario<sup>47</sup>, a carattere generale; può essere esercitato nel limite di 14 giorni, e il termine diventa di 30 giorni solo nei casi in cui l'oggetto del contratto siano assicurazioni sulla vita di cui alla direttiva 90/619/CEE o schemi pensionistici individuali.

Per definire il *dies a quo* ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, il legislatore comunitario distingue nella direttiva due ipotesi: nel caso in cui il fornitore abbia correttamente ottemperato a tutti gli obblighi di informazione preventiva prima della conclusione del contratto allora il termine per esercitare il diritto di recesso decorre dalla data di conclusione del contratto; se invece il fornitore ha comunicato al consumatore le informazioni necessarie dopo la conclusione del contratto, il termine decorre dalla data in cui il consumatore riceve le informazioni e le condizioni contrattuali dovute.

Esistono alcune ipotesi, elencate all'articolo 6 della direttiva in esame, in cui non è possibile esercitare il diritto di recesso: si tratta di contratti che abbiano ad oggetto servizi finanziari il cui prezzo dipende dalle fluttuazioni di mercato finanziario che il fornitore non può controllare<sup>48</sup>; alcune specifiche polizze assicurative (le «*polizze viaggio e bagagli o alle analoghe polizze assicurative a breve termine di durata*

---

<sup>46</sup> Il recesso penitenziale non trova il proprio presupposto nell'esistenza di vizi del consenso.

<sup>47</sup> Nel senso che non occorre che venga indicato necessariamente il motivo per esercitarlo.

<sup>48</sup> L'art. 6 par. 2 lett. a) della direttiva 2002/65/CE offre un elenco esemplificativo e dettagliato di tali servizi, specificando che lo stesso può essere ampliato dagli Stati membri in fase di recepimento della direttiva.

*inferiore a un mese»); ai contratti interamente eseguiti da entrambe le parti prima che il consumatore abbia esercitato il recesso.*

L'articolo 12 della direttiva prevede l'indisponibilità delle norme della direttiva stessa a favore del consumatore: *«Il consumatore non può rinunciare ai diritti conferitigli dalla presente direttiva»*, e prosegue al secondo comma stabilendo che *«Gli Stati membri prendono le misure necessarie affinché il consumatore non sia privato della tutela assicurata dalla presente direttiva in virtù della scelta della legge di un paese terzo quale legge applicabile al contratto quando questo contratto presenta uno stretto collegamento con il territorio di uno o più Stati membri»*.

Nella direttiva 2002/65/CE sono previsti gli strumenti di tutela giudiziale, amministrativa e stragiudiziale del consumatore: all'articolo 13 è previsto che gli Stati Membri debbano vigilare affinché *«siano posti in atto mezzi adeguati ed efficaci per assicurare il rispetto della presente direttiva nell'interesse dei consumatori»*. È quindi necessario che nelle legislazioni di ciascuno Stato Membro siano identificati i soggetti rappresentanti di un interesse collettivo, quali ad esempio le associazioni dei consumatori, che hanno facoltà di agire di fronte ai giudici o alle Autorità competenti per l'applicazione delle disposizioni nazionali in attuazione della direttiva. Oltre ai rimedi giudiziali, i consumatori hanno a disposizione la possibilità di agire in maniera stragiudiziale, presentando reclamo o ricorso, nel caso in cui si verificano controversie con i fornitori di servizi finanziari forniti a distanza.

Concludendo sulla direttiva 2002/65/CE, si ricordi che la stessa è stata attuata dal Parlamento e Consiglio europei con l'obiettivo di favorire il funzionamento del mercato interno e, parallelamente, fornire un livello adeguato di protezione dei consumatori nell'ambito della contrattazione a distanza di servizi finanziari. La protezione dei consumatori in questo senso viene attuata tramite: la previsione dell'obbligo (imposto al fornitore) di fornire informazioni complete al consumatore prima della conclusione del contratto; il diritto di recesso entro 14 giorni riconosciuto al consumatore; il divieto delle pratiche abusive di commercializzazione; norme volte a limitare altre pratiche non richieste, come le

chiamate telefoniche commerciali o le e-mail cosiddette di spam; la previsione di sanzioni applicate a chi non rispetti quanto contenuto negli articoli della direttiva; la possibilità riconosciuta al consumatore di agire con ricorso legale appropriato o procedura stragiudiziali nel caso in cui non siano rispettati i suoi diritti.

### 2.3.2. LA NUOVA DIRETTIVA UE/2023/2673 SUI SERVIZI FINANZIARI A DISTANZA

La digitalizzazione e l'applicazione della tecnologia alla prestazione di servizi finanziari (con l'avvento del cosiddetto *Fin Tech*) ha contribuito a sviluppi di mercato che non potevano essere previsti nel momento in cui fu adottata la direttiva 2002/65/CE. Inoltre, con lo sviluppo digitale e tecnologico sono emersi e stati accentuati alcuni aspetti che tale direttiva non affrontava completamente e, soprattutto nell'ambito online, sono nati nuovi prodotti del mercato finanziario il cui utilizzo continua ad evolversi in maniera rapida e poco prevedibile. Nonostante il legislatore comunitario si sia mosso per adottare numerosi atti settoriali, i servizi finanziari offerti ai consumatori si sono evoluti e diversificati in maniera importante.

Ecco perché, a seguito di diverse azioni di riesame della normativa, e in osservanza di quanto previsto dall'articolo 114 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, è stata emanata la direttiva UE 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

La nuova direttiva riesamina le norme sui contratti di servizi finanziari stipulati a distanza tra l'intermediario e il consumatore, con l'intenzione di creare un quadro normativo sul tema che sia unitario, più coerente ed armonizzato a livello europeo.

Le principali novità introdotte dalla direttiva 2023/2673 riguardano:

- ◇ il diritto all'informazione precontrattuale: prima della conclusione del contratto i fornitori di servizi finanziari a distanza sono obbligati a comunicare ai clienti in modo chiaro, comprensibile e personalizzato, le informazioni sui contratti proposti, specificandone i rischi, i costi e le condizioni e tenendo conto delle aspirazioni, esigenze e caratteristiche dei consumatori potenziali investitori;
- ◇ il diritto di recesso: rimane la previsione del diritto di recesso esercitabile entro 14 giorni (escluse alcune tipologie di servizi finanziari) in modo libero e senza dover pagare penale;

- ◇ l'equità online: è previsto in capo ai fornitori di servizi finanziari a distanza l'obbligo di garantire ai consumatori che i contratti conclusi online, per via elettronica o telefonica siano equi e trasparenti e non violino alcun loro diritto. Per tutelare i consumatori, la direttiva prevede in capo ad essi il diritto di chiedere l'intervento umano qualora i contratti siano proposti o conclusi tramite strumenti interamente automatizzati (ad esempio tramite *chatbox* o *robo-advice*).

Si deve ricordare che la direttiva in esame non rappresenta il primo, né l'unico atto dell'Unione volto a regolare il funzionamento dei mercati finanziari e la tutela dei risparmiatori: ad alcuni servizi finanziari sono applicate le regole previste da specifici atti dell'Unione Europea che continuano ad applicarsi a tali servizi.

Affinché non si generi confusione nella disciplina, la direttiva 2023/2673 stabilisce che: se esistono già regole specifiche dell'Unione per un determinato servizio finanziario ed esse regolano le stesse materie della nuova direttiva, allora si applicano le norme specifiche (a meno che le stesse non prevedano diversamente); se invece le norme specifiche previste dall'Unione su un determinato strumento finanziario non regolano alcune materie trattate dalla direttiva, sia applicano le regole della direttiva per le materie non disciplinate.

Il termine per il recepimento della direttiva da parte delle legislazioni nazionali degli Stati Membri è fissato al 19 dicembre 2025, e le disposizioni entreranno in vigore il 19 giugno 2026, abrogando definitivamente la direttiva 2002/65/CE.

## CAPITOLO 3

### FINTECH E NUOVI STRUMENTI FINANZIARI

#### 3.1. COS'E' IL FINTECH: CENNI GENERALI

Il Fintech rappresenta un universo nuovo, in continua espansione ed evoluzione. Fintech è il termine che viene genericamente utilizzato per fare riferimento all'applicazione della tecnologia alla prestazione di servizi finanziari e all'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica. Tale innovazione si traduce potenzialmente in nuovi modelli di business, processi, prodotti e operatori che entrano nel mercato finanziario.

Per definire cosa sia il Fintech la *Bank of International Settlements* ha recentemente proposto, di immaginarlo come un albero: le radici sono formate dalle politiche facilitanti (ad esempio identità digitale e cyber security); il fusto è costituito dalle tecnologie abilitanti (quali ad esempio la DLT o l'intelligenza artificiale); i rami sono formati dalle macro categorie di attività e segmenti del mercato (sono i servizi di pagamento, la raccolta di capitali, la gestione patrimoniale, etc.); infine le fronde sono date dalle principali applicazioni della tecnologia ai servizi finanziari (crowdfunding, advice, pagamenti digitali, etc.).

Tra i diversi fattori che hanno contribuito alla rapida espansione del fenomeno del Fintech, è importante considerare: l'evoluzione tecnologica degli ultimi tempi; la crisi finanziaria, che ha comportato sfiducia degli investitori nei confronti degli intermediari tradizionali; lo sviluppo e la progressiva esperienza delle persone con l'e-commerce, che ha portato a preferire servizi comodi, disponibili 24 ore su 24, immediati; l'epidemia Covid-19 del 2020, la quale ha favorito il passaggio di molte attività al digitale.

Sicuramente l'innovazione tecnologica sta impattando in maniera sempre più evidente il mondo dei mercati finanziari, e il legame tra tecnologia e finanza è oggetto di approfondimento da parte del legislatore comunitario e nazionale.

Fintech, quindi, è il termine che si usa per indicare la relazione tra sviluppo tecnologico digitale e servizi finanziari, bancari e di pagamento. Tali servizi sono offerti da nuovi operatori di mercato, tecnologici, che utilizzano internet per operare, abbattendo così i costi e rendendo le operazioni più rapide ed efficienti,

generando quindi la cosiddetta disintermediazione del sistema finanziario o bancario.

Lo sviluppo inarrestabile del settore in esame sta portando ad un importante cambiamento nel panorama del settore bancario, finanziario e assicurativo: da un lato ci sono le grandi istituzioni finanziarie quali banche e imprese di investimento, che governano il settore da decenni guadagnandosi un posto fondamentale nel funzionamento dell'economia su scala globale; dall'altro lato stanno emergendo le *Big Tech*, che sono ricchissime (grazie alla tecnologia) sia economicamente, sia di dati connessi alle attività e alle preferenze ed esperienze di acquisto dei potenziali clienti.

Si consideri inoltre che si stanno affacciando sul mercato altri neonati operatori, i cosiddetti *new entrants*, i quali hanno sviluppato tecnologie che hanno il potere di stravolgere le modalità di svolgimento di determinati servizi finanziari o bancari.

Negli ultimi periodi, dunque, ci si è attivati per far sì che i soggetti più datati possano trasformarsi e stare al passo con quelli nuovi: si è iniziato a parlare di banca del futuro o banca digitale, per far sì che, sulla spinta della digitalizzazione, globalizzazione e regolamentazione di settore, tali istituti operino in modo da porre davvero il cliente al centro della propria strategia e siano capaci di sfruttare fino in fondo i dati che possiedono e siano aperti alla collaborazione per creare nuove tecnologie e nuovi servizi.

Sicuramente l'evoluzione del fenomeno Fintech ha comportato non poche difficoltà per i regolatori sia comunitari che nazionali nell'individuazione della disciplina applicabile; le questioni giuridiche sollevate da questo fenomeno e il suo sviluppo non possono essere ricondotte solo alla materia finanziaria.

Sotto questo aspetto, comunque, il legislatore europeo e quello italiano si sono dimostrati attivi e intraprendenti, intervenendo nel settore con numerosi atti (per la maggior parte direttive dell'Unione, poi recepite nelle legislazioni nazionali) volti a regolare le attività che si sono sviluppate specialmente nell'ultimo decennio e si stanno ancora diffondendo.



### 3.2. LA TECNOLOGIA BLOCKCHAIN

Il termine Blockchain indica espressamente “*un database aperto e distribuito in grado di registrare transazioni in modo efficiente, verificabile e permanente*<sup>49</sup>”.

La Blockchain è una tecnologia che permette la creazione e il funzionamento di un grande

database distribuito, utilizzato per la gestione di transazioni condivisibili tra più nodi di una rete. Si tratta di un database strutturato in blocchi contenenti più transazioni, che sono tra loro collegati in rete in modo che ogni transazione avviata sulla rete debba essere validata dalla rete stessa nell'analisi di ciascun singolo blocco. La Blockchain risulta così costituita da una “catena di blocchi” che contengono ciascuno più transazioni.

Per comprendere la definizione di Blockchain, si pensi a quando a quando facciamo un bonifico: il trasferimento del denaro avviene digitalmente, dal conto corrente dell'ordinante a quello del beneficiario; in questo caso la banca si fa garante della transazione del denaro certificandone la validità, e l'operazione viene registrata e validata nel registro interno della banca.

Nella Blockchain, invece, il funzionamento del processo non è garantito da un ente centrale perché ogni singola transazione viene certificata e approvata attraverso l'interazione della rete di nodi: tutte le transazioni che avvengono all'interno della rete, quindi, vengono registrate e validate senza che debba intervenire un soggetto terzo.

La conferma che tutti i nodi della rete devono rilasciare perché venga inserito un nuovo elemento nella catena crea una garanzia condivisa, che rende le informazioni contenute decentralizzate e trasparenti.

Tutte le blockchain si basano su un registro condiviso e distribuito, il quale può, tuttavia, differenziarsi a seconda di alcune caratteristiche come l'accesso al network, l'identità dei validatori, l'eventuale presenza di una figura terza selezionatrice dei partecipanti.

A seconda delle caratteristiche di struttura della governance si riconoscono blockchain *permissionless* e Blockchain *permissioned*.

---

<sup>49</sup> Questa è la definizione, accolta a livello globale, che formalizza l'idea contrattuale teorizzata da S. Nakamoto nel suo saggio “*Bitcoin: a peer-to-peer Electronic Cash System*”.

Nelle Blockchain *permissionless* non vi è la presenza di una terza parte selezionatrice e identificatrice dei partecipanti, i quali possono dunque entrare a fare parte della stessa senza essere vincolati al rispetto di determinate condizioni per il riconoscimento della propria identità; le informazioni sono quindi registrate pubblicamente in Blockchain, disponibili e verificabili da tutti i partecipanti della rete abilitati.

Diversamente, nelle blockchain *permissioned* l'accesso al network è ristretto e al processo di validazione partecipa solo un gruppo di soggetti preselezionati da un'entità centrale, organizzatrice della catena; la partecipazione è consentita "su invito" ad attori selezionati con cui esiste già un rapporto di fiducia consolidato.

I partecipanti alla rete, sia essa condivisa o riservata, possono aggiungere blocchi alla catena.

Il blocco, che contiene tutte le operazioni validate, si crea quando un *network* di computer raggiunge il consenso per farlo e, una volta creato, si aggiunge alla catena di blocchi già esistenti; la catena non è modificabile, così come non sono modificabili i blocchi che vi si aggiungono, in modo da fugare ogni dubbio su quello che è avvenuto durante la creazione del blocco, affinché non esistano versioni differenti di uno stesso documento, e per rendere il processo del tutto trasparente agli utenti.

Ogni blocco contiene:

- ◇ i dati (tipicamente, raggruppa una serie di transazioni avvenute tra le parti), che rappresentano il contenuto dell'informazione;
- ◇ l'*hash*, cioè la stringa alfanumerica che identifica il blocco rendendolo unico e insostituibile;
- ◇ l'*hash* del blocco precedente, che viene inserito nell'*hash* del nuovo blocco.

Ogni transazione per essere validata deve ricevere dal *miner* il nuovo *hash* che contenga quello del blocco precedente, ed essere timbrata digitalmente tramite il *time stamp* (che delinea esattamente data, ora e integrità del dato registrato nel database); *hash* e *time stamp* sono replicati sulla maggioranza dei nodi della rete, quindi non possono essere modificati unilateralmente, rendendo altamente improbabile la manipolazione fraudolenta tanto della catena quanto del suo contenuto.

Affinché un blocco di informazioni venga aggiunto nel sistema in maniera legittima e venga altrettanto legittimamente validata la relativa operazione, è importante che sia superato il problema della “*double-spending*” (cioè doppia validazione), quindi evitare che una moneta virtuale venga usata due volte per eseguire diverse operazioni.

I modelli di validazione sono due: il *proof of work*, per cui chi vuole creare un nuovo blocco e aggiungerlo alla catena nel relativo network deve prima risolvere una sorta di puzzle crittografico e riceve la moneta elettronica come ricompensa<sup>50</sup>; il *proof of stake*, in cui per partecipare alla validazione dell'operazione, il richiedente deve dimostrare di possedere un bene o una certa quantità di monete virtuali.

Quando si parla di Blockchain la si associa immediatamente al Bitcoin.

Questo accade perché la prima Blockchain creata è stata quella del Bitcoin. Essa è stata sviluppata a seguito della pubblicazione del *Whitepaper di Bitcoin*, del 31 ottobre 2008, da parte di un individuo o un gruppo di persone note con lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto.

Attraverso la creazione della “catena a blocchi” si è resa possibile la creazione di una vera valuta digitale autonoma. La Bitcoin intesa come *digital currency* utilizza la tecnologia *peer-to-peer* e attiva transazioni che non necessitano di autorità o istituzioni centrali.

Tanto l'emissione di Bitcoin quanto la gestione delle transazioni è effettuata e governata dalla rete. Si tratta di un'operazione “collettiva” cui tutti coloro che lo desiderano possono partecipare aderendo al progetto. Nel rispetto della visione indicata da Nakamoto nel suo *White Paper*, la rete Bitcoin non è posseduta o controllata da nessuno, ovvero è posseduta e controllata da tutti coloro che intendono aderire al progetto.

Anche se nell'opinione comune il termine Blockchain viene associato alle monete virtuali, questa tecnologia potrebbe ampliarsi e applicarsi a molti altri servizi, registrando operazioni che riguardano, ad esempio, la compravendita di strumenti finanziari, il trasferimento della proprietà di beni mobili e immobili, ecc.

---

<sup>50</sup> È questo il meccanismo di funzionamento che porta alla creazione dei Bitcoin, la criptovaluta più conosciuta e diffusa.

La rapida diffusione della materia in esame ha presto fatto emergere l'importanza di una regolamentazione che colmasse la lacuna normativa. Il Parlamento italiano ha iniziato a stabilire norme sulla Blockchain a partire dal 2019 con una disposizione inserita in una legge che disciplinava altri temi, il D.L. 14 dicembre 2018, n. 135 poi convertito in Legge n. 12/2019; non si tratta di una regolazione sistemica e tecnica della materia, ma rappresenta un passo in avanti per far fronte alle lacune normative esistenti.

L'articolo 8-ter, comma 1 della Legge 1 febbraio 2019, n. 12 presenta la seguente definizione: *«Si definiscono “tecnologie basate sui registri distribuiti” le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili.»*

Tale definizione risolve sicuramente il problema fondamentale della Blockchain a livello normativo, cioè darne una definizione puntuale, ma si consideri che nell'ambito di tale definizione rientrano di fatto tutte le DLT, e sembra che faccia riferimento alle DLT cosiddette *permissionless* (accessibili a chiunque), lasciando escluse dall'ambito di applicazione tutte le altre DLT.

L'intervento normativo risulta essere chiaramente parziale e incompleto e non organico, anche per il fatto che debba essere letto integrandolo con le linee guida fornite dall' AgID<sup>51</sup>, ma comunque l'approccio del legislatore italiano risulta simile a quello adottato dagli altri Stati Membri che hanno recentemente iniziato a regolamentare questa materia<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> L'Agenzia per l'Italia Digitale, si veda in proposito <https://www.agid.gov.it/it/agenzia/chi-siamo>.

<sup>52</sup> Interessante in questo senso l'approccio seguito dalla Francia, che ha adottato diverse ordinanze con le quali ha consentito il ricorso alla tecnologia Blockchain per i “*minibons*”, e per la registrazione ed il trasferimento dei titoli finanziari non quotati, da utilizzarsi come sistema alternativo rispetto alla tradizionale registrazione in libri contabili e societari, e con uguali effetti giuridici.

### 3.3. *DECENTRALIZED FINANCE* (FINANZA DECENTRALIZZATA)

Il termine *Decentralized Finance* (più semplicemente DeFi), cioè finanza decentralizzata, si riferisce all'ecosistema creatosi grazie all'utilizzo di strumenti come gli *smart contracts* e la tecnologia dei registri pubblici distribuiti, che ha portato alla creazione di piattaforme che consentono ai partecipanti di prestare o prendere in prestito fondi da altri, speculare sulle fluttuazioni dei prezzi utilizzando strumenti finanziari e derivati, scambiare criptovalute, sottoscrivere polizza assicurative o guadagnare interessi in un conto di risparmio.

La DeFi consiste nell'organizzazione di tali servizi, non dissimili da quelli bancari, su infrastrutture che operino senza intermediari; sfrutta la tecnologia Blockchain e attraverso la forza degli *smart contracts* punta ad eseguire transazioni senza che ci siano interventi di soggetti terzi ed esterni: l'obiettivo della DeFi è quello di spostare le tecnologie e i processi coinvolti nelle transazioni dalle mani delle istituzioni centrali a quelle dei singoli attori/consumatori/potenziati investitori (se si tratta di accesso a queste piattaforme con lo scopo di speculare sui prezzi nei mercati finanziari o scambiare prodotti finanziari).

La Finanza Decentralizzata sta, in maniera sempre più diffusa, replicando i servizi finanziari in modo aperto e trasparente; le applicazioni sono basate sulla tecnologia Blockchain e sulle transazioni di utenti e non sono mai gestite o controllate da alcuna autorità centrale; i contratti intelligenti permettono di scrivere e certificare gli accordi tra l'"acquirente" e il "venditore" come righe di codice.

Lo sviluppo della Finanza Decentralizzata si basa sull'idea di consentire a ciascun utente l'accesso diretto ai servizi finanziari, senza che vi sia il coinvolgimento di intermediari finanziari che gestiscono il servizio (figure oggi rappresentate dalle banche per quanto riguarda i conti correnti o le SIM riguardo la gestione di portafogli di titoli). Questo rappresenta uno degli aspetti più preoccupanti per il legislatore: se viene a mancare l'intermediazione del professionista per l'accesso ai mercati finanziari, tutto il sistema di regole su cui si basa la tutela del risparmiatore dovrà essere riadattato sulla scia della nuova tecnologia.

Sicuramente uno dei vantaggi più significativi della DeFi consiste nel fatto che le sue applicazioni funzionano in modo assolutamente indipendente dalle banche e sono accessibili da qualsiasi luogo a qualsiasi ora sette giorni alla settimana. La

maggior parte delle applicazioni finanziarie decentralizzate, inoltre, sono basate su Blockchain *permissionless* e pubbliche, quindi accessibili e utilizzabili da tutti: la finanza decentralizzata permette così di replicare i servizi finanziari tradizionali in modo più veloce, aperto, democratico, economico e trasparente. Tra gli altri vantaggi prodotti dalle tecnologie DLT, come osservato anche da Banca d'Italia<sup>53</sup>, si considerano: una maggiore liquidità, dato che consentono la creazione di un mercato secondario in maniera più semplificata di quanto avvenga nel sistema tradizionale; una maggiore trasparenza delle operazioni, dato che la crittografia garantisce la protezione delle informazioni registrate e la loro immodificabilità; un aumento delle opportunità di investimento, perché la riduzione dei costi consente investimenti molto limitati ma allarga notevolmente la platea di potenziali investitori.

A partire dal 2019 la finanza decentralizzata si sta espandendo a macchia d'olio anche grazie all'aumento del trading in criptovalute: i trader cercano di portare le loro criptovalute ad un livello superiore per ottenere reddito extra; questo significa che chi investe in criptovalute non è solo interessato a conservare il proprio asset, ma cerca di utilizzarlo per creare profitto e speculare sul mercato di questo nuovo strumento.

Oltre alle criptovalute, stanno assumendo notevole rilievo nell'ambito della DeFi anche l'attività di emissione di *stablecoins* e la creazione di portafogli per la custodia e scambio di cripto-attività, che avviene attraverso lo sviluppo di mercati basati sulla tecnologia *peer-to-peer*, su cui ogni partecipante (utente, risparmiatore) può effettuare transazioni utilizzando i *tokens* acquistati, senza affidare la gestione degli stessi ad un intermediario o custode. Anche nel mercato dei derivati viene utilizzato il sistema DeFi, e in questo ambito sono state sviluppate piattaforme che permettono di investire in *token* sintetici che fanno riferimento a indici di borsa o hanno valute virtuali come sottostante, rendendo possibile la speculazione nei mercati.

Se la DeFi sostituirà o semplicemente integrerà il sistema finanziario tradizionale sarà tutto da vedere; esistono comunque una serie di questioni che la finanza

---

<sup>53</sup> Banca d'Italia, Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate e cripto-attività, in <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/comunicazione-della-banca-d-italia-in-materia-di-tecnologie-decentralizzate-nella-finanza-e-cripto-attivita/>, 15 giugno 2022, p. 6.

decentralizzata deve risolvere se vuole garantirsi una continuità nella storia. Prima fra tutte, la definizione di normative coese ed uniformi che risolvano le questioni dei rischi legati alla governance di tale sistema e, soprattutto, della protezione degli investitori.

Anche se si utilizzano queste tecnologie, infatti, sempre e in ogni caso una ricerca approfondita e un'adeguata valutazione dei rischi sono sempre fondamentali prima di lanciarsi in qualunque impresa che coinvolga la finanza decentralizzata come trader di criptovalute e cripto-attività.

### 3.3.1. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE *DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGIES* (DLT)

La costante evoluzione dei sistemi basati sulla finanza decentralizzata ha evidenziato la grande carenza normativa sul tema. Specialmente negli ultimi anni, con il proliferare del trading di criptovalute, per il quale si utilizzano le applicazioni della finanza decentralizzata, e con la diffusione della possibilità di prestare o prendere in prestito criptovalute maturando un interesse, di scommettere sugli andamenti degli indici di mercato, di scambiare derivati di asset reali senza alcun tipo di controllo da parte di un ente regolatore (perché è escluso che intervengano soggetti terzi a controllare o intermediare), è divenuta imprescindibile la previsione di regole che disciplinassero la materia.

Dalla necessità di regolare l'utilizzo delle tecnologie DLT nascono due importanti proposte normative<sup>54</sup>: la prima proposta ha portato all'adozione del Regolamento UE 2022/85; la seconda proposta ha ad oggetto la revisione del Regolamento eIDAS, Regolamento UE 2014/910 in materia di identificazione elettronica e servizi fiduciari per le transazioni elettroniche nel mercato interno e che abroga la Direttiva 1999/93/CE.

La prima proposta, che ha portato all'adozione del Regolamento UE 2022/858, ha ad oggetto un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia DLT (di registro distribuito), e ha l'obiettivo di disciplinare la cosiddetta *tokenizzazione* degli strumenti finanziari, ossia la loro trasformazione in cripto-attività.

Si legge nel sesto considerando della proposta che, al fine di consentire la crescita e lo sviluppo delle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti

---

<sup>54</sup> Si legge nella proposta Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito, COM/2020/594 finale, par. 1 Contesto della proposta: «*Uno degli ambiti prioritari individuati dalla strategia è garantire che il quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari sia favorevole all'innovazione e non ostacoli l'uso delle nuove tecnologie. La presente proposta, unitamente alla proposta di un regime specifico per le cripto-attività, rappresenta il primo intervento concreto in quest'ambito, volto a fornire livelli adeguati di tutela dei consumatori e degli investitori e di certezza del diritto per le cripto-attività, a consentire alle imprese innovative di utilizzare la blockchain, la tecnologia di registro distribuito (DLT) e le cripto-attività e a garantire la stabilità finanziaria.*».



finanziari e per conservare l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori, appare opportuno che le stesse infrastrutture di mercato oggetto della proposta siano esentate da alcuni dei requisiti specifici previsti dalla legislazione comunitaria in materia di servizi finanziari.

Il Regolamento ha, inoltre, modificato la definizione di strumenti finanziari sancita dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 15 della direttiva MIFID II: per strumento finanziario si intende, ai sensi del Regolamento, *«Qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'Allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito»*; nella definizione sono compresi anche i *security token*. Ai sensi dell'analisi in corso, poi, si considera strumento finanziario DLT lo *«strumento finanziario emesso, registrato, trasferito e stoccato mediante la tecnologia a registro distribuito»<sup>55</sup>*.

L'articolo 3 del Regolamento in esame circoscrive l'ambito di applicazione della normativa e prevede che: *«Gli strumenti finanziari DLT sono ammessi alla negoziazione su un'infrastruttura di mercato DLT o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT soltanto se, al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione in un registro distribuito, gli strumenti finanziari DLT sono: a) azioni il cui emittente ha una capitalizzazione di mercato o una capitalizzazione di mercato provvisoria inferiore a 500 milioni di EUR; b) obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato, comprese le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario, con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di EUR, esclusi quelli che incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato; c) quote di organismi di investimento collettivo di cui all'articolo 25, paragrafo 4, lettera a), punto iv), della direttiva 2014/65/UE, il cui valore di mercato delle attività gestite è inferiore a 500 milioni di EUR»*. Saranno ammessi alla negoziazione nelle infrastrutture DTL gli strumenti finanziari qualificabili come azioni, obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato o strumenti del mercato monetario (escludendo l'accesso a queste piattaforme, ad esempio, alle quote rappresentative del capitale di SRL); ed è previsto un quantitativo massimo di

---

<sup>55</sup> Definizione riportata all'art. 2, p. 11) del Regolamento UE 2022/858.

strumenti registrabili in una determinata DLT, fissato ad un valore aggregato non superiore a 6 miliardi di euro.

Nel Regolamento vengono definite e disciplinate tre nuove infrastrutture di mercato a cui saranno da applicare le regole contenute nel Regolamento stesso. Esse sono:

- ◇ il sistema multilaterale di negoziazione DLT (“MTF DLT”), definito all’articolo 4, al quale saranno ammessi alla negoziazione esclusivamente gli strumenti finanziari DLT, i quali dovranno rispettare gli stessi requisiti previsti dalla direttiva MIFID II e dal Regolamento MIFIR per i sistemi multilaterali di negoziazione;
- ◇ il sistema di regolamento DLT (“SS DLT”), disciplinato all’articolo 5, volto a regolare le operazioni di strumenti finanziari DLT «contro pagamento o consegna», consentendo la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT e la loro custodia, e in cui il depositario centrale di titoli che gestirà il SS DLT sarà assoggettato alle stesse regole previste per i depositari centrali di titoli ai sensi del Regolamento UE n. 909/2014;
- ◇ il sistema di negoziazione e regolamento DLT (“TSS DLT”), previsto all’articolo 6, deputato alla gestione delle attività di negoziazione e post-negoziazione degli strumenti finanziari DLT. Esso potrà essere gestito da un’impresa di investimento, da un gestore di mercato; in qualsiasi caso il sistema sarà soggetto ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti da MIFIR e MIFID II, oltre a quelli previsti per i depositari centrali di titoli.

Il Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE è entrato in vigore dal 23 marzo 2023. In Italia il 18 marzo 2023 è entrato in vigore anche il Decreto-Legge n. 25 del 17 marzo 2023, cosiddetto Decreto FinTech, in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale, con lo scopo di dare attuazione proprio al Regolamento DLT e disciplinare la materia con l’integrazione del regolamento CONSOB (che lo

stesso Decreto-Legge, ai sensi dell'articolo 18, comma 2, lettera i)<sup>56</sup> invita ad adottare prossimamente).

La seconda proposta in tema di regolamentazione delle piattaforme che utilizzano tecnologie DLT è stata diffusa dalla Commissione il 3 giugno 2021 e ha ad oggetto la revisione del Regolamento UE 2014/910 in materia di identificazione elettronica e servizi fiduciari per le transazioni elettroniche nel mercato interno e che abroga la direttiva 1999/93/CE (cosiddetto Regolamento eIDAS).

Il tema dell'identità digitale ha riscosso sempre più interesse soprattutto con la diffusione della digitalizzazione: già nel discorso sullo stato dell'Unione del 16 settembre 2020, la presidente della Commissione Europea sottolineava come *«ogni volta che una app o un sito web ci chiede di creare una nuova identità digitale o di accedere facilmente tramite una grande piattaforma, non abbiamo idea di cosa ne sia veramente dei nostri dati. Per questo motivo, la Commissione proporrà presto un'identità digitale europea sicura. Qualcosa di affidabile, che ogni cittadino potrà usare ovunque in Europa per fare qualsiasi cosa, da pagare le tasse a prendere a noleggio una bicicletta. Una tecnologia che ci consenta di controllare in prima persona quali dati vengono utilizzati e come»<sup>57</sup>*

L'obiettivo della proposta è quello di creare un quadro comunitario a supporto di un'Identità Digitale europea, da cui emerge un nuovo assetto fiduciario per gestire ciò che viene definito come "registro elettronico".

Si ribadisce nella proposta in esame che, con il raggiungimento dell'accordo provvisorio, viene ribadita la necessità che il portafoglio europeo di identità digitale sia prodotto all'interno di un sistema di identificazione elettronica con il più alto livello di garanzia.

L'intento è quello di estendere l'elenco dei servizi fiduciari attualmente in essere, prevedendone tre nuovi: i) la fornitura di servizi di archiviazione elettronica; ii) il

---

<sup>56</sup> L'articolo 28, comma 2, dispone: *«La Consob può, con regolamento: [...] prevedere l'esenzione da tutti o parte dei requisiti e degli obblighi previsti dalla Sezione II in relazione a talune tipologie di emissione, tenuto conto delle categorie dei soggetti che possono sottoscrivere e acquistare gli strumenti finanziari digitali, nonché delle caratteristiche dell'emissione medesima»*

<sup>57</sup> Ursula von Der Leyen, 16 settembre 2020 durante il discorso sullo stato dell'Unione.

mantenimento degli attuali servizi elettronici; iii) la gestione di servizi elettronici per creare firme e sigilli a distanza.

Si ribadisce nella proposta in esame che, con il raggiungimento dell'accordo provvisorio, viene ribadita la necessità che il portafoglio europeo di identità digitale sia prodotto all'interno di un sistema di identificazione elettronica con il più alto livello di garanzia.

### 3.4. LE CRIPTOVALUTE

Le criptovalute sono rappresentazioni digitali di valore, prive di un corrispettivo fisico, che basano il proprio funzionamento, dall'emissione alle transazioni, su un protocollo informatico e su una rete decentralizzata; esse possono essere trasferite, vendute e acquistate a scopo di investimento o utilizzate come mezzo di pagamento. Le criptovalute nascono per evitare che le transazioni debbano essere certificate da un'istituzione finanziaria, attraverso l'implementazione di un sistema *peer-to-peer*, che ambisce ad abolire il triangolo che si forma tradizionalmente tra venditore, acquirente e terzo ente certificatore (ad esempio, la banca o l'istituzione centrale), ponendo così in rapporto diretto chi vende e chi compra, e rendendo la tecnologia il certificatore delle transazioni.

Il termine criptovaluta si compone delle parole cripto e valuta: si tratta di una valuta nascosta, visibile solo se si conosce la chiave di accesso, cioè il codice informatico che la identifica.

Secondo recenti studi sul tema, le criptovalute rientrerebbero nel più ampio insieme dei cosiddetti *cryptoassets*, il quale comprende anche i *tokens*, che hanno funzionalità diverse rispetto al mero trasferimento di valore come avviene con la moneta virtuale.

Per comprendere il funzionamento delle criptovalute, è necessario soffermarsi su alcuni termini. Il primo termine importante è "*mining*", mutuato dall'industria mineraria che significa letteralmente "estrarre": le criptovalute, infatti, non vengono stampate da una banca centrale, ma vengono estratte tramite calcoli algoritmici che hanno l'obiettivo di "chiudere un blocco" e aggiungerlo alla catena della Blockchain; è proprio grazie al lavoro dei *miners* se il sistema delle criptovalute riesce a continuare.

Ogni blocco che costituisce la Blockchain, il registro pubblico condiviso che tiene traccia in modo sicuro e non modificabile delle transazioni, contiene i dati resi sicuri dalla crittografia e, saldandosi con i blocchi chiusi in precedenza, valida tutte le transazioni fatte fino a quel momento.

Le criptovalute si basano sempre su un protocollo, cioè un insieme di regole che definiscono come i partecipanti possono effettuare transazioni, le quali non

vengono validate da un'autorità, bensì da una rete, che in modo decentrato registra tutto, appunto, nella Blockchain.

Proprio questa caratteristica è ciò che differenzia le criptovalute dalle valute virtuali che, invece, pur utilizzando la Blockchain, fanno capo a un'entità centrale (come un'azienda o un'istituzione): criptovalute e valute digitali non solo in quindi esattamente la stessa cosa, anche se nel linguaggio comune e nella definizione di alcune istituzioni spesso si sovrappongono.

Banca d'Italia, ad esempio, parla di valute virtuali definendole «*rappresentazioni digitali di valore utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, che possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente*<sup>58</sup>». Questa è una definizione molto ampia, che comprende attività digitali anche molto diverse tra loro.

Le criptovalute o cripto-attività non sono valute, ma beni speculativi; quindi, rappresentano un investimento molto rischioso e si addicono agli investitori che amano particolarmente il rischio. La loro natura è completamente virtuale anche se alcune volte, per evitare un'eccessiva fluttuazione del loro valore, si ancorano ad elementi dell'economia reale (una valuta tradizionale come il dollaro; una materia prima come il petrolio o un paniere di asset): si tratta in questo caso di *stablecoin*<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Definizione contenuta nell'Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali" di Banca d'Italia, 30 gennaio 2015.

<sup>59</sup> La *stablecoin* è una valuta virtuale che pur esistendo solo in formato digitale si ancora ad una valuta tradizionale, una materia prima o un paniere di asset con l'obiettivo di essere più stabile e limitare la volatilità dello strumento.

### 3.4.1. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE CRIPTOVALUTE

Il problematico inquadramento giuridico della criptovaluta è un tema molto dibattuto nella dottrina, specialmente nell'ultimo decennio e a seguito della diffusione del trading in *cryptoassets*.

Fino al 2018 con l'entrata in vigore della V Direttiva Antiriciclaggio (adottata per combattere il fenomeno dell'anonimato connesso all'utilizzo delle criptovalute) non esistevano leggi o regolamenti che disciplinassero la materia, né di diritto comunitario, né tantomeno di diritto nazionale. I primi tentativi di approccio regolatore sono da attribuire alle pubblicazioni delle Autorità di vigilanza, quali ESMA, EBA, CONSOB e Banca d'Italia.

Prima fra tutte, l'ESMA, con la pubblicazione del documento denominato *Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* il 9 gennaio 2019, tenta di dare una definizione giuridica, appunto, ai *crypto-assets*, chiedendosi se potessero rientrare nell'ambito di applicazione delle definizioni contenute nella Direttiva MIFID II: esaminando la concezione dei *crypto-assets* nei diversi Stati Membri, si è giunti alla conclusione che, per le autorità regolamentari, le criptovalute sarebbero assimilabili agli strumenti finanziari, ad eccezione di quelli definiti come *utility*.

Nello stesso giorno, il 9 gennaio 2019, anche l'EBA ha pubblicato il *Report with advice for the European Commission*, in cui si focalizzava sulle monete virtuali di scambio (come i *Bitcoin*) per comprare o vendere con finalità di investimento e custodire portafogli virtuali, sottolineando soprattutto la necessità urgente di tutelare i consumatori, posto che tale tipologia di servizi risultava «*del tutto priva di una regolamentazione che informi sui rischi del sottostante investimento, di trasparenza e di informazioni sulla natura della licenza di cui dispongono questi soggetti, ove esistente, così come si tutti gli ulteriori rischi connessi all'utilizzo delle monete virtuali*».

La Commissione Europea veniva fortemente invitata ad adottare una regolamentazione comune sulla materia.

Successivamente, poi, il *Financial Action Task Force* (FATF) ha fortemente raccomandato a tutti gli Stati Membri di includere nell'ambito di applicazione delle regole derivanti dal recepimento della Direttiva Antiriciclaggio anche gli scambi di criptovalute con monete aventi corso legale, gli scambi di criptovalute anche in

forme diverse, il trasferimento di criptovalute, la custodia di criptovalute o strumenti di controllo di esse, la partecipazione all'offerta di servizi finanziari connessi ad un soggetto offerente di criptovalute.

In Italia la V Direttiva Antiriciclaggio è stata recepita con il D.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125 intitolato "Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 25 maggio 2017, n. 90 e n. 92, recanti attuazione della direttiva (UE) 2015/849, nonché attuazione della direttiva (UR) 2018/843 che modifica la direttiva (UE) 2015/849, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario ai fini di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE".

Il Decreto legislativo stabilisce che sia i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale, sia i prestatori di servizi di portafoglio digitale debbano rispettare tutti gli obblighi derivanti dalla Direttiva AML, consentendo così alle Autorità competenti di vigilare sulla diffusione e l'utilizzo delle valute virtuali.

All'articolo 1, comma 1, lett. *ff-bis*) del citato Decreto legislativo è stata quindi codificata la categoria degli operatori in valute virtuali, inseriti tra gli "altri operatori non finanziari", prevedendo: «*prestatori di servizi di portafoglio digitale: ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali*» e stabilendo inoltre che tali soggetti, nell'attività di conversione delle valute virtuali in valute aventi corso forzoso, debbano assolvere agli obblighi di antiriciclaggio come quello di adeguata verifica della clientela, conservazione dei documenti, segnalazione di eventuali attività sospette di antiriciclaggio all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF).



### 3.4.2. LE *INITIAL COIN OFFERINGS* (ICOs) PER LA RACCOLTA DI CAPITALI

Quando viene considerata la criptovaluta sul piano dell'investimento speculativo, si apre il tema delle cosiddette *Initial Coin Offerings*<sup>60</sup> (acronimo ICOs).

Si tratta di una modalità di finanziamento di attività imprenditoriali (solitamente utilizzata da startup che hanno un progetto ma necessitano di fondi per realizzarlo) mediante ricorso a forme di appello al pubblico risparmio, generalmente rivolte ad investitori retail.

Per reperire i finanziamenti o il capitale di rischio, quindi, i soggetti emittenti offrono al pubblico dei *token*, solitamente tramite la pubblicazione di un “*white paper*”, generati dall'emittente stesso e attribuiti, a fronte di un corrispettivo, ai soggetti finanziatori/investitori<sup>61</sup>.

In pratica, se l'investitore decide di partecipare al finanziamento del progetto pubblicato dall'emittente, dovrà investire una somma di denaro e riceverà a fronte di tale somma il corrispettivo di *token* generati dall'emittente.

Le ICOs si differenziano dalle *Initial Public Offerings* (IPOs) perché le operazioni che consistono nell'adesione all'offerta, la modalità di regolamento dei flussi finanziari, l'assegnazione del titolo, si svolgono tramite la tecnologia DLT, quindi in maniera decentralizzata, diretta e disintermediata: questo aspetto comporta diversi vantaggi, tra cui la diminuzione dei costi e soprattutto il superamento delle barriere territoriali, facilitando il sistema della raccolta di capitali.

Il successo di questa modalità di finanziamento si basa principalmente sulla convinzione che i *tokens* possano (al pari delle azioni emesse nel mercato) modificare il loro valore con il passare del tempo, così che gli acquirenti di tali strumenti possano speculare sul loro valore e quindi possano ottenere un

---

<sup>60</sup> Sono operazioni che rendono un determinato asset reale digitale e di conseguenza scambiabile su internet (ridefinite anche *Initial Tokens Offerings* o ITO); oppure si definiscono *Security Tokens Offerings* o STO quando si riferiscono ad operazioni che sono assimilabili all'emissione di strumenti finanziari.

<sup>61</sup> Il meccanismo è assimilabile a quello delle “*initial Public Offerings*”, cioè dell'offerta pubblica di strumenti finanziari emessi dal soggetto che vuole reperire fondi; nel caso delle ICOs si tratta però di “*Token Generation Event*”: ossia di un evento generazionale di *token* (che possono rappresentare diritti diversi).

rendimento non soltanto dal progredire del progetto sottostante la ICO, ma anche dall'incremento di valore del *token* stesso<sup>62</sup>.

Il processo di sviluppo ed emissione tipico di una ICO consiste in diversi passaggi: per prima cosa viene creato un sito Internet sul quale reperire informazioni sulla ICO; poi i soggetti promotori dell'offerta redigono e pubblicano il cosiddetto *White Paper*, un documento in cui si specificano le principali caratteristiche dell'oggetto dell'offerta e dell'operazione; successivamente, viene avviata una pre-ICO, cioè una prevendita di *tokens* riservata a soggetti preselezionati<sup>63</sup>; terminata questa seconda fase, viene fissata una data per l'avvio della vera e propria ICO rivolta a tutti gli investitori interessati. Una volta conclusa l'offerta i *tokens* sono listati in *crypto exchanges*, e si avvia in questo modo la loro negoziazione nel mercato secondario.

Il tema dell'inquadramento giuridico, e di conseguenza della disciplina applicabile, del fenomeno delle *Initial Coin Offerings* risulta ancora molto complesso e articolato: per ora nel nostro ordinamento non esiste una disciplina specifica dedicata a questa modalità di raccolta di capitali.

Negli ultimi anni, comunque, la CONSOB è intervenuta numerose volte e con diverse iniziative per regolarne il funzionamento. Da ultimo, ha avviato una pubblica consultazione volta a definire i tratti disciplinari che caratterizzano le ICOs: si tratta del Documento per la Discussione intitolato "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*" del 19 marzo 2019 e all'omonimo Rapporto finale del 2 gennaio 2020.

Con questi interventi si prevede, per le ICOs aventi ad oggetto uno specifico tipo di *tokens*, un regime derogatorio rispetto a quello vigente applicabile all'offerta al pubblico di strumenti finanziari; in particolare, la CONSOB restringe l'ambito di applicazione del suo intervento alle *Initial Coin Offerings* che hanno ad oggetto gli *utility tokens* ascrivibili alla categoria dei prodotti finanziari (di cui si tratterà nelle pagine successive).

---

<sup>62</sup> È proprio questo l'aspetto speculativo delle ICOs.

<sup>63</sup> Si tratta della *presale*, rivolta tipicamente a soggetti preselezionati come istituzioni o soggetti coinvolti della realizzazione del progetto dell'emittente; nella *presale* è richiesto il raggiungimento di una soglia minima di finanziamento (cosiddetto *soft cap*).

In particolare, l'intervento regolatorio della CONSOB si articola sulla base della disciplina derogatoria adottata dalla Commissione, che ha disegnato per le ICOs di *utility tokens* un regime *ad hoc* e derogatorio rispetto a quello previsto per le offerte pubbliche di sottoscrizione o di vendita: l'accesso a tale regime derogatorio è condizionato alla circostanza che «*siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob*<sup>64</sup>».

Di fatto, quanto previsto dalla CONSOB mira a separare le due fasi che caratterizzano le ICOs, ovvero la fase di creazione/collocamento dei *tokens*, affidata all'emittente, e la fase di offerta/negoziazione, affidata a piattaforme dedicate. L'attenzione è rivolta esclusivamente intorno all'offerta da intendersi 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 sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati*<sup>65</sup>».

L'offerta di *tokens* si svolge quindi tramite la necessaria interposizione di un soggetto autorizzato il cui compito è quello di controllare e verificare la sussistenza dei requisiti per l'affidabilità della Initial Coin Offer, al fine di selezionare le operazioni suscettibili di accedere al mercato; riguardo al controllo da espletare, la CONSOB prevede di affidare «*in capo ai gestori delle piattaforme la verifica degli adempimenti legati alle verifiche della validità delle operazioni proposte, anche in considerazione della tipologia degli investitori cui le offerte si rivolgono*<sup>66</sup>».

Oltre alle *Initial Coin Offerings* esistono anche le *Security Token Offerings* (STO), che sono procedure simili all'emissione di titoli tradizionali ma che, invece di emettere azioni o obbligazioni, rilasciano *tokens* che hanno l'effetto di attribuire al loro possessore diritti di vario tipo, ad esempio diritto di voto sulle decisioni dell'ente emittente, piuttosto che il diritto alla remunerazione del capitale investito.

---

<sup>64</sup> Consob, Documento per la Discussione *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, cit. p. 7

<sup>65</sup> Cfr. la definizione di «offerta al pubblico di prodotti finanziari» di cui all'art. 1, comma 1, lett t) del TUF.

<sup>66</sup> Consob, Rapporto finale *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, cit. p. 10

In conclusione, qualora una ICO o una STO sia promossa tramite l'emissione di *tokens* qualificabili come un investimento di prodotti finanziari (ai sensi della definizione contenuta nell'articolo 1, comma 1, lettera *u*) del Testo Unico della Finanza), e uno strumento finanziario, l'operazione sarà assoggettata, se non sussistono specifiche esenzioni, alle norme del Testo Unico della Finanza e del Regolamento Emittenti della CONSOB. La stessa CONSOB, attraverso diverse Comunicazioni, prevede che si debba qualificare come tale un investimento che rispecchi tutte le seguenti caratteristiche: i) l'impiego di capitali; ii) un'aspettativa di rendimento; iii) l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale.

Quando il *token* emesso nella *Initial Coin Offering* rispecchi tutte le caratteristiche sopra elencate, è corretto qualificare lo stesso *token* come strumento finanziario, con la conseguenza che si applicheranno le regole previste dal Regolamento DLT qualora ne ricorrano i relativi presupposti.

In merito alla questione, G. Di Ciollo osserva come: «*Nell'ordinamento italiano gli strumenti finanziari sono tassativamente indicati dall'art. 1, comma 2, 2-bis, 2-ter del Testo Unico della Finanza, e le criptovalute non sono ricomprese in tale elencazione. Tuttavia, mentre è palese l'estraneità delle criptovalute come i bitcoin alla categoria degli strumenti finanziari, osservando l'evoluzione delle criptovalute in strumenti che permettono di effettuare altre operazioni oltre allo scambio di denaro (ad esempio gli smart contracts di Ethereum), non è preclusa la possibilità che in futuro venga creata una criptovaluta le cui potenzialità siano tali da collimare con una delle categorie di strumento finanziario riportate dal TUF, così come non si può escludere a priori che determinate criptovalute, create a fini diversi dall'essere mezzo di pagamento, più specificatamente ai fini speculativi, possano rientrare nella categoria più generale dei "prodotti finanziari" definiti all'art. 1, comma 1, lett. u), come gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria<sup>67</sup>*».

---

<sup>67</sup> Di Ciollo, G., in *Criptovalute: profili giuridici: Jei – Jus e Internet*, 17 settembre 2008.

#### 3.4.2.1. IL CASO “THE DAO”

La vicenda “*The DAO*” avvenuta nel 2016 ha evidenziato la difficoltà di inquadramento giuridico del fenomeno delle ICOs e, allo stesso tempo, l’importanza di considerare e valutare ogni volta caso per caso queste particolari fattispecie di raccolta di capitale.

“*The DAO*” era un’organizzazione, creata su Blockchain Ethereum operante tramite una serie di *smart contracts*, caratterizzata dal fatto di essere senza personalità giuridica, senza amministratori veri e propri, senza sede (una vera e propria organizzazione autonoma e decentralizzata).

L’obiettivo dei creatori di “*The DAO*” era quello di stabilire una nuova forma di governance organizzativa per reperire finanziamenti, che fosse in grado di funzionare basandosi esclusivamente e interamente su un codice senza alcun intervento umano. Era progettato come un fondo di *venture capital* in cui i possessori di *token DAO* potevano votare quali progetti avrebbero voluto finanziare; se una proposta avesse ricevuto abbastanza supporto tramite la votazione con i *token DAO*, allora lo *smart contract* avrebbe allocato automaticamente su quel progetto i fondi necessari. In pochissimo tempo dal suo lancio nell’aprile 2016, “*The DAO*” aveva già raccolto oltre 150 milioni di dollari in *ether*<sup>68</sup>, classificandosi come il maggior sforzo di crowdfunding nella storia fino a quel momento.

Il 18 giugno 2016 il sistema di “*The DAO*” fu vittima di un attacco informatico, architettato da un hacker che riuscì a sfruttare la vulnerabilità del contratto intelligente su cui si basava l’intero sistema, a seguito del quale fu violato il *wallet* dove erano custoditi gli ether ricevuti dall’organizzazione, e di conseguenza si persero 70 milioni di dollari.

La *Secrity and Exchange Commission* americana venne chiamata ad analizzare la vicenda del caso “*The DAO*” per verificare se la fattispecie fosse riconducibile o meno all’attività di collocamento di strumenti finanziari.

Nel caso in questione, la SEC ha concluso che: i) affinché si tratti di investimento, non è necessario che esso sia monetario (nel caso “*The DAO*”, gli investitori non avevano investito denaro, bensì scambiato gli ether precedentemente acquistati ad

---

<sup>68</sup> Acronimo EHT, la criptovaluta di Ethereum.

un valore determinato sul mercato con *DAO tokens*); ii) l'investimento in questo caso era stato sottoscritto con l'aspettativa di un rendimento futuro; iii) il potenziale rendimento dell'investimento dipendeva da sforzi gestionali di altri.

Tutto ciò considerato, la SEC ha concluso classificando i *DAO tokens* degli strumenti finanziari, ai quali devono essere applicate le regole che disciplinano il collocamento, incluse quelle applicabili ai soggetti che gestiscono le piattaforme di scambio.

A seguito di questa vicenda numerosi Stati sono intervenuti con provvedimenti per il regolamento delle ICO: in Europa la *European Securities and Markets Authority* ha emesso il 13 novembre 2017 due comunicati sia per allertare gli investitori sui rischi derivanti dall'investimento in criptovalute, sia per avvertire i soggetti promotori delle ICO dell'importanza e necessità di rispettare pedissequamente la normativa europea dove applicabile.

### 3.4.3. LE DIVERSE TIPOLOGIE DI *TOKEN*. SI CONSIDERANO STRUMENTI FINANZIARI?

La diffusione delle cripto-attività, del *trading* su di esse e delle *Initial Coin Offerings* ha contribuito a dare sempre più importanza ai *tokens*, i quali sono strettamente connessi al concetto di *distributed ledger technologies* (DLT), e cioè alle tecnologie basate su registri distribuiti come la Blockchain.

Per poter definire un'adeguata regolamentazione del relativo processo di emissione e negoziazione, i *tokens* vengono suddivisi in quattro macrocategorie:

- ◇ *currency tokens*: sono i “*token* di pagamento”, ossia le criptovalute;
- ◇ *security tokens*, detti anche “*investment token*”: sono quelli che rappresentano uno strumento finanziario (azione, obbligazione o strumento di altro tipo); si parla anche di “*asset referenced (o baked) tokens*”, i quali sono collegati ad un bene sottostante, ad esempio un paniere di criptovalute;
- ◇ *utility tokens*: sono i “*token* di utilizzo”, i quali permettono di accedere a un'utilizzazione o a un servizio digitale forniti su, o dietro utilizzo, di un'infrastruttura blockchain.

Tale categorizzazione, comunque, non è esaustiva né tassativa, dato che esistono i cosiddetti “*hybrid tokens*”, che rappresentano un mix variabile di caratteristiche<sup>69</sup> delle tre macrocategorie sopra elencate.

Per comprendere se e come regolamentare il *token*, che talvolta può integrare la definizione normativa di strumento finanziario, occorre ogni volta verificare, tramite specifico procedimento, se anche la singola cripto-attività collocata e/o scambiata rientri nella definizione di strumento finanziario. Se e quando la fattispecie esaminata rientra nella definizione di strumento finanziario, ad essa viene applicata la disciplina prevista nella direttiva MIFID II, nel TUF e nei regolamenti attuativi della stessa direttiva.

---

<sup>69</sup> La Guida pratica di FINMA (l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari della Svizzera, che ha proposto la tassonomia delle cripto-attività più accreditata e sistematica) precisa che «le singole classificazioni dei *token* non si escludono necessariamente a vicenda. I *token* d'investimento e di utilizzo possono anche rientrare nella stessa categoria di *token* di pagamento (c.d. “*token ibridi*”). In questi casi, il *token* è classificabile cumulativamente come valore mobiliare e mezzo di pagamento».

Considerato che il fenomeno delle *Initial Coin Offerings* (strettamente connesso alla diffusione delle tecnologie DLT e delle cripto-attività) ha determinato, tra il 2016 e il 2019, una raccolta complessiva globale pari quasi a 29 miliardi di dollari, il 19 maggio 2019 la CONSOB ha pubblicato il Documento per la Discussione intitolato “*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*”, nel quale propone un quadro normativo per la regolazione di queste nuove operazioni con il chiaro obiettivo di proteggere gli investitori.

Nel documento non è indicata una guida specifica per appurare, per ogni singolo caso, se ci si trovi davanti ad un token inquadrabile come strumento finanziario<sup>70</sup>, ma si occupa principalmente della categoria residuale delle cripto-attività diverse da strumenti finanziari quale autonoma categoria.

Ogni volta, dunque, si deve verificare secondo quanto previsto da tale documento, se i token che non sono riconducibili a strumenti finanziari siano eventualmente da riconsiderare, ai sensi della nozione domestica di prodotti finanziari, intesi quali investimenti di natura finanziaria diverso dagli strumenti.

Per «prodotto finanziario» si intende, secondo quanto previsto dall’articolo 1 primo comma, lettera *u*) del Testo Unico della Finanza, «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*».

La definizione fornita da CONSOB a scopo didattico e reperibile sul sito Internet dell’Autorità prevede che i prodotti finanziari comprendano anche «*tutte le forme di investimento di natura finanziaria (esclusi i depositi bancari a vista e a tempo e i depositi postali) ossia d’impiego di risparmio effettuate in vista di un ritorno economico*»<sup>71</sup>.

Secondo il consolidato orientamento della CONSOB, si considerano «*forme di investimento di natura finanziaria*» oltre rispetto agli strumenti finanziari tutte le proposte di investimento che presentino le seguenti caratteristiche: impiego di

---

<sup>70</sup> A differenza di paper omologhi emessi da altre Autorità europee, come la FINMA Svizzera, ad esempio, per cui dinnanzi all’alto numero di quesiti riguardanti «l’applicabilità del diritto dei mercati finanziari e l’esistenza di obblighi di autorizzazione» a singole emissioni di *token*, ha predisposto un questionario che gli emittenti/promotori delle iniziative dovrebbero compilare, volto a raccogliere le «informazioni minime» che consentano all’Autorità di esprimere una valutazione caso per caso.

<sup>71</sup> Definizione reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).



capitale; aspettativa di rendimento di natura finanziaria; assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impegno di capitale.

La CONSOB, inoltre, specifica nel documento in esame di volersi occupare dei cosiddetti *asset tokens*, nei quali sia individuabile la sussistenza dell'elemento dell'investimento (riconducibile ai prodotti e agli strumenti finanziari), e che raffigurino i diritti dei soggetti che hanno investito con l'obiettivo di finanziare un progetto sottostante (l'ambito di applicazione è quello delle *Initial Coin Offerings* quali strumenti utilizzati per la raccolta di capitali). È precisato poi dallo stesso documento che «*Quando, invece, una cripto-attività presenta caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MIFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), le relative attività di emissione, negoziazione e post-negoziazione sono evidentemente soggette alle disposizioni europee di armonizzazione previste per gli strumenti finanziari e per i prodotti di investimento, in quanto sovraordinate nella gerarchia delle fonti*<sup>72</sup>».

In un contesto così complesso come quello della definizione giuridica di ICOs, *tokens* e cripto-attività, le Autorità di regolazione si stanno impegnando sempre più frequentemente per trovare soluzioni normative che tutelino gli investitori retail, i quali potrebbero essere attratti dall'idea di acquistare questi nuovi strumenti senza alcuna conoscenza dell'operazione che stanno compiendo ma semplicemente perché pensano che questi *tokens* incrementeranno il loro valore intrinseco con il passare del tempo (senza che tale valore rappresenti alcuna connessione con un bene reale).

Anche se, a seguito dell'intervento della SEC sul caso “*The DAO*” e delle altre autorità in diversi Stati, i *White Paper*<sup>73</sup> sono diventati più specifici e dettagliati

---

<sup>72</sup> Secondo quanto previsto dal Documento per la Discussione intitolato “Offerte iniziali e scambi di cripto-attività” redatto da CONSOB il 19 marzo 2019, [https://www.consob.it/documents/1912911/1972122/doc\\_disc\\_20190319.pdf/2044537e-487c-5093-112e-3eacc69b12d4](https://www.consob.it/documents/1912911/1972122/doc_disc_20190319.pdf/2044537e-487c-5093-112e-3eacc69b12d4)

<sup>73</sup> È il documento che viene predisposto dal soggetto emittente i *tokens* nel corso di una ICO, nel quale devono essere indicati: la dettagliata descrizione del progetto che l'emittente vuole realizzare (scopo del progetto, dettagli tecnici, analisi di mercato, business case, eccetera); l'indicazione di cosa verrà fatto con i *tokens* emessi con l'ICO; la spiegazione di come si acquistano i *tokens* e quali diritti conferiscono agli acquirenti. Oltre al *White Paper*, l'emittente deve rendere disponibile all'investitore anche il *token purchase agreement*, cioè il contratto che regola i termini e le

riguardo alla classificazione dei *token* emessi e dei diritti che essi conferiscono agli acquirenti, rimane difficile per l'investitore *retail* comprendere quanto sia indicato in tali documenti (che, nella maggior parte dei casi, sono redatti in lingua inglese e comunque non sono di facile lettura).

Preso atto, quindi, del fatto che i *tokens* vengono classificati nelle tre macrocategorie degli *utility*, *investment* e *currency* ormai assodate e ammesse dalla dottrina, è possibile ipotizzare che, in assenza di regole specifiche, esistano almeno tre discipline applicabili alle ICO/ITO/STO, e la decisione di quale applicare dipende ogni volta dalla qualificazione del *token* che sarà emesso.

---

condizioni per l'acquisto dei *tokens*, utile per comprendere meglio la funzione ad essi attribuita nella ICO.

#### 3.4.3.1. *CURRENCY TOKENS* O *TOKEN* DI PAGAMENTO

I *token* di pagamento, chiamati anche *currency tokens*, vengono utilizzati come mezzo alternativo di pagamento o di scambio: si considerano monete virtuali che non hanno corso legale e non sono sostenute da un governo e che quindi non devono, per legge, essere obbligatoriamente accettate per l'estinzione di obbligazioni pecuniarie, ma possono essere utilizzare per acquistare beni o servizi in determinati contesti.

L'obiettivo di questa categoria di *token* è quello di rappresentare uno strumento di pagamento interamente decentralizzato, per permettere l'acquisto e la vendita di beni senza dover ricorrere all'interposizione di un intermediario tradizionale (come la Banca, ad esempio).

Sul tema dei *token* di pagamento Banca d'Italia ha previsto, nella nota del 30 gennaio 2015, contenente *Avvertenza sull'uso delle così dette valute virtuali*, che nel nostro Paese l'acquisto, l'utilizzo e l'accettazione in pagamento delle valute virtuali siano da ritenere lecite, mentre l'attività di emissione di moneta virtuale, conversione di moneta legale in virtuale e viceversa potrebbero invece confliggere, violandole, con le disposizioni normative che riservano tali attività ai soggetti legittimati ai sensi degli articoli 130 e 131 del Testo Unico Bancario<sup>74</sup>, ovvero degli articoli 131-ter del Testo Unico Bancario e 166 del Testo Unico della Finanza.

Riguardo alla legittimità dell'emissione di valute virtuali si segnala il *leading case* italiano con la sentenza del 24 gennaio 2017 del Tribunale di Verona<sup>75</sup>, nella quale si è in parte trattata la disciplina della compravendita di Bitcoin.

Nel caso di specie, un cliente ha corrisposto ad una società di servizi informatici delle somme in valuta avente corso legale (cioè, euro) in cambio di bitcoin, che avrebbero costituito la base finanziaria utile per un'operazione di crowdfunding condotta da una società ucraina. Tale base finanziaria, che avrebbe appunto dovuto tramutarsi in un portafoglio virtuale di bitcoin, non fu mai creata dalla società informatica che aveva ricevuto i soldi e il cliente, quindi, conveniva di fronte al Giudice la società informatica che aveva riscosso le somme di denaro affinché gli venissero restituite.

---

<sup>74</sup> Che sanciscono le sanzioni previste a carico delle attività che integrano l'ipotesi di abusivismo nello svolgimento dei servizi bancari, finanziari, di pagamento.

<sup>75</sup> Tribunale di Verona, Seconda Sezione Civile, sentenza n. 195 del 24 gennaio 2017.

Anzitutto, il Tribunale ha ritenuto che il rapporto con cui le parti concludono online un contratto di cambio valuta reale con bitcoin integri la fattispecie di servizio finanziario.

Secondo l'interpretazione fornita dal Giudice veronese, la società di servizi informatici ha quindi assunto, in maniera abusiva, il «*il ruolo di “fornitore” del servizio finanziario descritto dall'art. 67-ter, lett. a), b), c) e g) [Codice Consumo]*».

Oltre all'abusività dell'operazione, nel caso concreto è stata rilevata la totale assenza di informativa fornita al cliente, la mancanza del contratto redatto in forma scritta, quindi la violazione degli obblighi di forma e di informativa precontrattuale<sup>76</sup>, per cui è stata decretata dal Tribunale la nullità del contratto ex articolo 67-*septiesdecies* del Codice del Consumo e di conseguenza l'obbligo in capo alla società di servizi informatici di restituire quanto ricevuto<sup>77</sup>. Il Tribunale ha poi valorizzato la destinazione della somma oggetto di scambio, cioè una raccolta mediante *crowdfunding*, rilevando così anche la violazione di norme di carattere generale della Delibera CONSOB 26 giugno 2013, n. 18592.

Nella massima della sentenza è precisato che il soggetto che pubblicizza in proprio o per conto di terzi la vendita di bitcoin compie un'operazione ad alto rischio per il risparmiatore che intende dar seguito all'operazione. Pertanto, lo stesso è soggetto agli stringenti obblighi informativi previsti dall'articolo 67, comma 1 del Codice del Consumo sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, stabiliti con l'obiettivo di rendere il consumatore adeguatamente informato circa l'operazione in questione (quando si tratta di valute virtuali le operazioni sono caratterizzate da grande complessità e particolari tecnicismi, per cui è fondamentale che l'investitore/consumatore sia adeguatamente informato e consapevole di quello che sta sottoscrivendo).

Nonostante la sentenza citata avesse ad oggetto il trattamento fiscale applicabile alle attività di cambio valuta virtuale, essa rappresenta un importante contributo per il riconoscimento della possibile legittimità dell'emissione di bitcoin e delle operazioni che li coinvolgono, e ha sicuramente aperto le porte ad una riflessione

---

<sup>76</sup> Previsti agli articoli 67-*duodecies* e seguenti del Codice del Consumo.

<sup>77</sup> Secondo quanto previsto dall'articolo 2033 del Codice Civile in tema di risarcimento del danno.

più ampia circa la qualificazione giuridica di questa specifica categoria di *token*, appunto, “di pagamento”.

Concludendo, la sussunzione dei bitcoin, o più genericamente dei *currency tokens*, nella fattispecie degli strumenti finanziari è da ritenersi esclusa, ma diversi orientamenti optano per la loro qualificazione come “prodotti finanziari”<sup>78</sup>, con la precisazione che ogni volta si debba verificare se sussista la natura finanziaria dell’operazione, ricercandola nella sua causa (nel caso della sentenza del Tribunale di Verona, l’acquisto di bitcoin risultava necessario per poter poi comprare le partecipazioni sociali della società ucraina, e queste sono si qualificabili come strumento finanziario).

---

<sup>78</sup> In base a quanto previsto dall’art. 1, comma 1, lett. *u*) del TUF, il quale contiene un’ampia definizione di prodotti finanziari che sono intesi come «*strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento avente natura finanziaria*».

#### 3.4.3.2. SECURITY TOKENS

Come anticipato si noti che, oltre alle *Initial Coin Offerings*, esistono anche le *Security Token Offerings* (STOs), che sono procedure simili all'emissione di titoli tradizionali ma che, invece di emettere azioni o obbligazioni, rilasciano *tokens* che hanno l'effetto di attribuire al loro possessore diritti di vario tipo, ad esempio diritto di voto sulle decisioni dell'ente emittente, piuttosto che il diritto alla remunerazione del capitale investito.

La differenza principale tra una ICO e una STO sta nel fatto che la prima può riferirsi alla raccolta di fondi mediante la vendita di qualsiasi tipo di criptovaluta per ottenere un *utility token*, mentre la seconda si riferisce esclusivamente alla vendita di un *security token*.

Il *security token* (chiamato anche *investment token*) è un *token* crittografico legato ad un'offerta di titoli: esso rappresenta una proprietà frazionata di un determinato asset, e nella maggior parte dei casi il *security token* rappresenta delle azioni della società che lo emette (a tutti gli effetti incorpora una quota di proprietà della società, avendo anche un andamento correlato).

Proprio perché in generale le *security* sono i contratti di investimento che promettono a chi li sottoscrive di ricevere qualcosa in cambio, gli investitori che comprano questa tipologia di *token* lo fanno perché sperano di ottenere un profitto dal loro investimento.

Sul tema delle *security*, le Autorità che vigilano sui mercati finanziari, come la SEC negli Stati Uniti e l'ESMA in Europa, hanno il dovere di approvare ogni singolo prospetto informativo per ogni *security* che vuole essere emessa nel mercato.

Immettere nuove *security* nei principali mercati finanziari e venderle senza un prospetto informativo approvato dall'Autorità di vigilanza è illegale.

I *security tokens* sono dei *token* di criptovaluta, che rappresentano una *security* e sfruttano la tecnologia Blockchain, beneficiando della sua velocità ed efficienza, e sono soggetti a regolamentazioni che garantiscono una maggiore protezione da frodi; da questo deriva il fatto che i *security tokens* devono rispettare le regole valide per le *security* che rappresentano (a differenza dei *token* di pagamento o degli *utility tokens*, che devono rispettare le leggi previste in materia di cripto-attività, ma ad essi non si applica la normativa più stringente delle *security*).

In dottrina ci si è chiesto se il *security token* possa essere assimilato alla categoria degli strumenti finanziari derivati così come definiti ai sensi dell'articolo 2426, comma 2, del Codice civile, che richiama la definizione di cui ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea. Sul punto è stato concluso che, poiché il *security token*, nonostante rispecchi due delle tre caratteristiche tipiche dello strumento derivato<sup>79</sup>, esso non è regolato a data futura (condizione necessaria per categorizzare uno strumento finanziario come derivato), bensì è regolato immediatamente.

In conclusione, quindi, il *security token* non rientra nel novero degli strumenti finanziari derivati; trattandosi però comunque di uno strumento finanziario, sarà sottoposto a tutte le disposizioni in materia di servizi di investimento, marketing, promozione e collocamento, consulenza, offerta di strumenti finanziari, ricezione ed esecuzione di ordini.

---

<sup>79</sup> In particolare, l'OIC 32, paragrafo 11 definisce come derivato «*quel contratto o strumento finanziario che possieda congiuntamente tre caratteristiche: a) il suo valore cambia in relazione al cambiamento di un tasso di interesse, di un prezzo di uno strumento finanziario, di un prezzo di una merce, di un tasso di cambio di valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un merito di credito (rating), o indici di credito o altra variabile prestabilita (alcune volte denominata "sottostante"); b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato; c) è regolato a data futura*».

### 3.4.3.3. *UTILITY TOKENS*

Gli *utility tokens*, a differenza dei *security tokens*, sono quelli destinati ad uno scopo specifico: il soggetto che li acquista acquisisce anche il diritto di usufruire di un bene o un servizio non ancora commercializzato, così da beneficiare di un acquisto di un bene o servizio ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo di mercato che lo stesso avrà nel momento in cui verrà commercializzato (ad esempio, si possono utilizzare su una piattaforma per riscattare un servizio speciale o ricevere un trattamento preferenziale rispetto a determinati beni/servizi).

Nel Rapporto Finale della CONSOB gli *utility tokens* sono definiti come «*investimenti aventi caratteristiche di finanziarietà, in forma di token, che incorporano il diritto a una prestazione futura, che può anche consistere nella possibilità di utilizzare un bene o ricevere un servizio che l'emittente/promotore promette di realizzare o ha in corso di realizzazione*<sup>80</sup>».

Ciò che identifica questa tipologia di *token*, oltre al ricorso alla *Distributed Ledger Technology*, sono due elementi: la riferibilità ad un progetto imprenditoriale sottostante e la sua destinazione alla negoziazione.

Al fine di prevenire comportamenti opportunistici finalizzati alla raccolta del risparmio ma senza un quadro specifico di tutele nell'ambito dell'attività d'impresa, è importante sottolineare che sono escluse dall'ambito di applicazione dell'intervento regolatorio della CONSOB «*le operazioni di mera tokenizzazione di diritti connessi con il trasferimento di beni o immobili o parti di essi*<sup>81</sup>», perché tali tipologie di *token* non si riferiscono ad un progetto imprenditoriale concreto, né comportano la promessa di un bene o servizio futuro da realizzare.

Gli *utility tokens*, dunque, rappresentano la maggior parte dei *token* emessi nell'ambito di una ICO e vengono utilizzati soprattutto dalle aziende per suscitare interesse nei loro progetti e prodotti.

Anche se il soggetto che acquista l'*utility token* può ottenere, oltre all'utilizzo del bene/servizio ad un prezzo vantaggioso, l'eventuale beneficio di lucrare sulla differenza tra il prezzo pagato (come primo acquirente) per l'utilizzo di tale ben/servizio e il prezzo di mercato cui andranno in contro gli utilizzatori una volta

---

<sup>80</sup> CONSOB, Rapporto Finale *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, cit. p. 4

<sup>81</sup> Ibid., p. 4



che il bene/servizio sarà commercializzato, si deve specificare che l'interesse prevalente in questa categoria di *token* deve rimanere quello di acquistare il bene o servizio in anticipo rispetto agli altri. Gli *utility tokens*, infatti, non offrono al soggetto che li acquista una partecipazione effettiva nella proprietà monetaria di una società: pertanto, non devono essere considerati come opportunità di investimento nel senso proprio del termine.

## CAPITOLO 4

### NUOVE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE: IL PACCHETTO EUROPEO SULLA FINANZA DIGITALE

Al giorno d'oggi lo sviluppo delle soluzioni *Fintech* sta contribuendo ad aumentare la diffusione di nuovi servizi e modelli di business adottati non solo da parte di istituzioni finanziarie, ma anche dai nuovi operatori di mercato (i cosiddetti Big Tech, cioè le principali società tecnologiche come Facebook, Apple, Google). Inoltre, una delle principali applicazioni delle tecnologie a registro distribuito (DLT) e della blockchain nel settore finanziario è rappresentata dalle cripto-attività. I nuovi scenari pongono i regolatori di fronte ad una serie di sfide: nonostante l'utilizzo delle nuove tecnologie nei mercati finanziari si consideri sicuramente vantaggioso in termini di riduzione dei costi e di efficienza del servizio, dall'altro lato esso può comportare diversi rischi in altri ambiti, minacciando sia la stabilità finanziaria sia la protezione dei consumatori. Alla luce dei più recenti sviluppi del settore e nell'ambito dell'agenda digitale della Commissione, la presidente Ursula von der Leyen ha evidenziato la necessità di individuare a livello comunitario *«un approccio comune con gli Stati Membri in materia di criptovalute per far comprendere come sfruttare al meglio le opportunità che esse creano e affrontare i nuovi rischi che possono comportare<sup>82</sup>»*. Anche EBA ed ESMA. Nel parere di gennaio 2019, hanno evidenziato che la maggior parte delle cripto-attività oggi non rientrano nell'ambito di applicazione della legislazione comunitaria in materia di servizi finanziari e, quindi, non sono soggette alle regole sulla tutela dei consumatori e degli investitori, né tantomeno a quelle sulla conservazione dell'integrità dei mercati e della stabilità finanziaria. Inoltre, alcuni Stati Membri hanno iniziato a legiferare in maniera autonoma sulle cripto-attività, generando così una forte frammentazione del mercato in questo ambito.

Ecco perché, nel settembre 2020, la Commissione europea ha adottato un articolato pacchetto di misure regolatorie per la finanza digitale, il quale muove dal lavoro svolto nel contesto del piano d'azione per le tecnologie finanziarie del 2018 e da

---

<sup>82</sup> Lettera di incarico della presidente eletta Ursula von der Leyen al vicepresidente Dombrovskis, 10 settembre 2019.

altri lavori del Parlamento europeo, delle Autorità di vigilanza europee e degli esperti nel settore. Tale pacchetto normativo cosiddetto “pacchetto per la finanza digitale”, comprende le strategie per la finanza digitale, i pagamenti al dettaglio nonché le proposte legislative sulle cripto-attività e sulla resilienza digitale; si concretizza in due strategie e quattro atti legislativi. Nella comunicazione che contiene la strategia in materia di finanza digitale<sup>83</sup>, che delinea quattro priorità che delinea una serie di iniziative da adottare nell’arco di quattro anni per promuovere l’innovazione digitale del settore finanziario dell’UE e ridurre i rischi da essa derivanti (si tratta dei rischi, ad esempio, connessi alla cybersicurezza, alla protezione dei dati e dei consumatori/investitori, all’integrità dei mercati finanziari), si introduce anche la regolamentazione unitaria, a livello europeo, delle cripto-attività che comprendono le cripto-valute e le valute virtuali. L’obiettivo è quello di stabilire una regolamentazione uniforme sia per gli emittenti di tali strumenti (in questo senso si pensi all’obbligo di redigere e pubblicare il cosiddetto *White Paper* prima dell’emissione di token nell’ambito di una ICO), sia per i fornitori (cosiddetto passaporto europeo); nonché quello di stabilire regole e misure volte a tutelare i consumatori/risparmiatori al fine di prevenire gli abusi di mercato<sup>84</sup>. Un ulteriore scopo dell’intervento della Commissione è quello di definire un regime pilota di sperimentazione temporanea per le infrastrutture di mercato che intendano consentire la negoziazione degli strumenti finanziari sotto forma di cripto-attività. Nella relazione alla proposta di regolamento, paragrafo 1, *Contesto della Proposta*, si legge: «Per affrontare questi problemi e realizzare un quadro dell’UE che consenta sia di creare mercati di cripto-attività sia di tokenizzare le attività finanziarie tradizionali e di utilizzare maggiormente la DLT nei servizi finanziari, la presente proposta sarà accompagnata da altre proposte legislative. La Commissione propone di chiarire che l’attuale definizione di ‘strumenti finanziari’ – che precisa l’ambito di applicazione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID II) – comprende gli strumenti finanziari basati sulla DLT, e un regime specifico per le cripto-attività non

---

<sup>83</sup> COM(2020)591

<sup>84</sup> Tutto ciò si concretizza nella Proposta di Regolamento MiCAR.

*disciplinate dalla legislazione vigente in materia di servizi finanziari, nonché i token di moneta elettronica.».*

Il secondo gruppo di proposte si dedica ad introdurre un'ulteriore armonizzazione delle principali regole riguardanti la resilienza operativa digitale, al fine di predisporre norme più rigorose in materia di gestione dei rischi e di incidenti connessi alle tecnologie ICT<sup>85</sup>, nonché di sorveglianza sui fornitori di servizi<sup>86</sup>; e di adeguare la vigente disciplina in materia di servizi finanziari specialmente in tema di rischio operativo e gestione del rischio, ma anche per rinnovare e adeguare la definizione di “strumento finanziario”, includendo anche gli strumenti emessi utilizzando la tecnologia DLT<sup>87</sup>.

Nell'ambito della proposta in esame, la Commissione europea individua quattro priorità. In primo luogo, la Commissione si pone l'obiettivo di eliminare la frammentazione del mercato unico digitale nel settore dei servizi finanziari: per farlo, è intervenuta i) proponendo l'armonizzazione delle norme relative all'*onboarding* dei clienti (nell'ambito più ampio dell'iniziativa in materia di antiriciclaggio AML) tramite il riesame del Regolamento eIDAS, al fine di adottare un quadro unitario e transfrontaliero per le identità digitali; ii) valutando la possibilità di subordinare ad ulteriori autorizzazioni l'operatività dei fornitori dei servizi finanziari in oggetto; iii) istituendo una piattaforma dell'UE per la finanza digitale con lo scopo di incoraggiare la cooperazione tra portatori di interesse pubblici e privati.

In secondo luogo, la Commissione mira ad adeguare l'attuale quadro normativo dell'UE per favorire l'innovazione digitale: vuole proporre in questo senso un nuovo quadro normativo dell'UE per le cripto-attività, garantendo l'eliminazione di potenziali ostacoli normativi all'innovazione (derivanti dalle vigenti legislazioni sui mercati finanziari) e proporre una base di orientamenti interpretativi omogenei circa le modalità di applicazione della normativa in materia di strumenti e servizi finanziari.

Il terzo obiettivo prioritario consiste nel promuovere l'innovazione finanziaria attraverso l'istituzione di uno spazio europeo per i dati finanziari comune a tutti gli

---

<sup>85</sup> ICT acronimo di “*Information and communication Technologies*”.

<sup>86</sup> Si fa riferimento in questo senso alla Proposta di Regolamento DORA, COM(2020)595.

<sup>87</sup> In questo senso, Proposta di Direttiva COM(2020)596.

Stati Membri: obiettivo che la Commissione intende raggiungere modificando la normativa comunitaria al fine di permettere che le informative al pubblico siano trasmesse attraverso formati standardizzati, promuovendo la condivisione dei dati tra le varie Autorità di vigilanza e presentando un nuovo quadro normativo per introdurre la “finanza aperta”.

Infine, la Commissione vuole affrontare le nuove sfide e i rischi legati alla trasformazione digitale: verranno quindi proposti degli adattamenti al quadro normativo in tema di servizi finanziari soprattutto riguardo alla tutela del consumatore, al fine di tutelare gli utenti finali della finanza digitale, garantire le pari opportunità e preservare l’integrità dei mercati finanziari.

Nell’intervento della Commissione in materia di cripto-attività viene operata un’importante distinzione tra le cripto-attività che, ad oggi, non sono qualificabili come strumenti finanziari per le quali viene proposta l’adozione di un nuovo regime più rigoroso, e le cripto-attività assimilabili alla regolamentazione finanziaria dell’UE, in particolare la categoria dei *security tokens*, per i quali viene proposto il regime pilota indirizzato alle infrastrutture che adottino le tecnologie DLT.

Figura 4 - Schema reperibile in

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/it/ip\\_20\\_1684/IP\\_20\\_1684\\_IT.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/it/ip_20_1684/IP_20_1684_IT.pdf)



Elaborazione Ufficio Rapporti con l'Unione Europea

#### 4.1. IL DLT *PILOT REGIME*

Il 30 maggio 2022 è stato approvato il Regolamento (UE) 2022/858 “*relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE*”<sup>88</sup>, il quale è entrato in vigore il 22 giugno 2022 ed ha ricevuto applicazione nel nostro Paese a partire dal 23 marzo 2023<sup>89</sup>.

Si prenda atto del fatto che la tecnologia DLT permette la creazione di piattaforme di negoziazione innovative, nelle quali possono essere negoziate e scambiate cripto-attività rappresentative di obbligazioni, strumenti azionari, quote o azioni di fondi di investimento senza il ricorso a sistemi di dematerializzazione o gestione accentrata di strumenti finanziari (e questo, nel quadro normativo comunitario vigente, rappresenta una violazione delle norme europee, poiché attualmente è previsto l’obbligo di emettere strumenti finanziari negoziati su sedi di negoziazione solo in regime di dematerializzazione). Con il Regolamento sul DLT Pilot Regime si vogliono superare le limitazioni esistenti: l’obiettivo è quello di prevedere alcune esenzioni al quadro normativo comunitario attuale, in maniera temporanea con la previsione della durata di sei anni a partire dal 2023, al fine di consentire la creazione e lo sviluppo di infrastrutture di mercato che si basino sulla tecnologia a registro distribuito (appunto, la cosiddetta *Distributed Ledger Technology*), senza prescindere dall’esigenza di garantire la protezione degli investitori, la trasparenza dei mercati e la stabilità finanziaria. In sostanza, si vuole fornire agli operatori dei mercati finanziari la possibilità di sperimentare soluzioni basate sulla tecnologia DLT in un ambiente protetto e sicuro, garantendo che tali soluzioni siano in linea con quanto previsto dalla normativa comunitaria. Tale obiettivo si può raggiungere attraverso la previsione di un regime giuridico articolato per la quotazione e negoziazione delle cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari sulla blockchain.

---

<sup>88</sup> Cosiddetto “Regolamento Pilot”.

<sup>89</sup> Il regolamento UE 2022/858 sul DLT Pilot Regime è stato recepito in Italia tramite Decreto-legge n. 25 del 17 marzo 2023 in materia di emissioni e circolazioni di determinati strumento finanziari in forma digitale (*digital securities*).

Il Regolamento in esame si applica alle cripto-attività qualificabili come “strumenti finanziari” ai sensi di quanto previsto dall’Allegato I, Sezione C della Direttiva MIFID II, cosiddetti *security tokens* (o *crypto-securities*), ai quali non si applica la disciplina contenuta nel Regolamento MiCA<sup>90</sup>. Esso costituisce un primo tentativo regolatorio applicabile alle infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia DLT e hanno ad oggetto gli strumenti finanziari DLT, ovvero strumenti finanziari che risultino «*emessi, registrati, trasferiti e stoccati mediante la tecnologia a registro distribuito*»<sup>91</sup>.

In Italia il 16 maggio 2023 è entrato in vigore il Decreto-legge 17 marzo 2023 n. 25, convertito dalla Legge 10 maggio 2023 n. 52, cosiddetto “Decreto Fintech”, che attua il Regolamento (UE) 2022/858 e ha ampliato ulteriormente il raggio d’azione delle previsioni comunitarie, così da costituire un quadro normativo completo e organico nazionale anche di diritto civile e societario in riferimento all’emissione di strumenti finanziari digitali.

---

<sup>90</sup> Il quale si applica, invece, all’offerta e circolazione degli *utility tokens*.

<sup>91</sup> Si fa riferimento agli «strumenti finanziari» di cui all’art. 4, par. 1, punto 15 della Direttiva 2014/65/EU.



#### 4.2. LA PROPOSTA DORA (*DIGITAL OPERATIONAL RESILIENCE ACT*)

Dato il crescente livello di digitalizzazione nel mondo finanziario, si deve considerare che la dipendenza di tale settore dal software e dai processi digitali da un lato comporta sempre maggiori opportunità (di efficientamento, riduzione dei costi, eccetera) ma, contemporaneamente, espone il settore dei mercati finanziari a tutti i rischi tipici delle tecnologie, dell'informazione e della comunicazione. Tenuto conto dei crescenti rischi di attacchi informatici, l'Unione Europea sta agendo per rinforzare la sicurezza informatica di banche, società di investimento e compagnie di assicurazione. In questo senso la Commissione Europea ha proposto di adottare una regolamentazione sulla resilienza operativa digitale<sup>92</sup> e il 10 maggio 2022 la presidenza del Consiglio europeo e il Parlamento europeo hanno raggiunto l'accordo provvisorio sull'atto sulla resilienza operativa digitale<sup>93</sup>, al fine di creare una serie di regole che permettano alle imprese interessate di resistere ai pericoli e alle minacce derivanti da gravi perturbazioni operative.

La proposta legislativa si pone in primis l'obiettivo di prevenire e attenuare tutte le minacce informatiche, ma anche quello di:

- i) mitigare il rischio derivante dalla vulnerabilità dei sistemi altamente informatizzati nei quali avvengono operazioni finanziarie;
- i) affrontare il cambiamento comportato dalla digitalizzazione nel settore dei mercati finanziari;
- ii) stabilire requisiti uniformi per la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi sia delle imprese che operano nel settore finanziario, sia di cosiddette *third party service provider*, permettendo agli operatori di riconoscerle e affrontarne eventuali dipendenze;
- iii) adottare un approccio di resilienza operativa e di vigilanza comune in tutte l'Unione.

Il Regolamento DORA troverà applicazione e sarà vincolante a partire dal 17 gennaio 2025: entro tale termine banche, assicurazioni e operatori di cripto-attività dovranno adeguare i loro sistemi interni di *cyber resilience*.

---

<sup>92</sup> Proposta di Regolamento del parlamento europeo e del Consiglio sulle resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i Regolamento (CE) n. 1060/2009, (EU) n. 648/2012, (EU) n. 600/2014 e (EU) n. 909/2014.

<sup>93</sup> Acronimo: DORA.

#### 4.3. LA PROPOSTA DI REGOLAMENTO RELATIVO AI MERCATI DELLE CRIPTO-ATTIVITA' (*MARKETS IN CRYPTO-ASSETS*, MICA)

Il 24 settembre 2020 è stata pubblicata dalla Commissione europea la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937<sup>94</sup>. Per espressa previsione del Regolamento, la sua entrata in vigore avviene il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale UE, mentre la sua applicazione è, in via generale, differita al 30 dicembre 2024<sup>95</sup>. La proposta definisce regole uniformi per gli emittenti e i fornitori di servizi connessi alle cripto-attività nell'Unione prevedendo severi obblighi di trasparenza e di informativa circa l'emissione, il funzionamento e l'organizzazione di tali strumenti; stabilisce inoltre importanti misure sia per la tutela dei consumatori sia per la tutela dell'integrità dei mercati.

Nel testo della stessa proposta di regolamento si evidenzia che, secondo quanto previsto dall'articolo 114 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea per cui è consentita l'adozione degli atti sotto forma di regolamenti o direttive, *«per la presente proposta è stato scelto un regolamento al fine di stabilire un unico insieme di norme immediatamente applicabili a tutto il mercato unico. Il regolamento proposto stabilisce requisiti armonizzanti per gli emittenti che intendono offrire le loro cripto-attività in tutta l'Unione e per i fornitori di servizi per le cripto-attività che desiderano ottenere l'autorizzazione a prestare i loro servizi nel mercato unico. Tali emittenti e fornitori di servizi non devono essere soggetti a norme nazionali specifiche. Pertanto, un regolamento è più appropriato di una direttiva<sup>96</sup>»*. La proposta di Regolamento MiCA si pone quattro obiettivi: i) il raggiungimento della certezza del diritto nell'ambito della commercializzazione dei servizi connessi alle cripto-attività; ii) il sostegno all'innovazione e alla concorrenza leale in tale settore, per promuovere lo sviluppo delle nuove tecnologie DLT nei mercati finanziari; iii)

---

<sup>94</sup> Proposal of Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final.

<sup>95</sup> Art. 149, COM(2020) 593, final.

<sup>96</sup> COM(2020) 593, final, in [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0008.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0008.02/DOC_1&format=PDF).

la garanzia di un'adeguata tutela dei consumatori in materia di cripto-attività e di un'adeguata tutela dell'integrità dei mercati finanziari con lo sviluppo di questi nuovi strumenti; iv) la garanzia di una stabilità finanziaria, in attesa che alcune cripto-valute come gli *stablecoin* diventino "sistemiche", in virtù della loro diffusa accettazione. La proposta si sviluppa intorno a due tematiche fondamentali: in primo luogo definisce le regole applicabili alle cripto-attività nel mondo dei sistemi di pagamento e della moneta elettronica; in secondo luogo, stabilisce la regolamentazione di tutte le cripto-attività che non rientrino nell'ambito di applicazione della legislazione comunitaria vigente sui mercati finanziari. In sostanza, dunque, secondo tale versione della proposta, per ciascuna cripto-attività che non sia chiaramente riconducibile alla fattispecie di *e-money token* o *token asset referenced*, ci si deve chiedere se essa rientri almeno nella definizione di «servizi finanziari» ai sensi di quanto previsto dalla direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (ci si deve chiedere, cioè, se rientri quantomeno nella definizione di valori mobiliari, quote di investimento collettivo o derivati). Inoltre, se sono commercializzati a distanza, i contratti tra fornitori di servizi per le cripto-attività e consumatori dovrebbero essere soggetti a tale direttiva.

Il regolamento in proposta è da considerarsi applicabile soltanto alle cripto-attività che non siano qualificate come strumenti finanziari e che non siano assimilabili a strumenti finanziari, depositi o depositi strutturati, cartolarizzazioni e moneta elettronica (i quali rimangono disciplinati dalla vigente normativa dettata da MIFID II a livello comunitario). La disciplina prevista dal regolamento, per espressa previsione dello stesso, non si applica alle cripto-attività che invece rientrano nella definizione di strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi, depositi strutturati o cartolarizzazione ai sensi della legislazione comunitaria vigente in materia di servizi finanziari<sup>97</sup>. Il regolamento MiCA, inoltre, contiene norme destinate agli emittenti di cripto-attività e ai fornitori di servizi connessi ad esse che operino all'interno dell'Unione Europea<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> Art. 2, par. 2, COM(2020) 593, final.

<sup>98</sup> Ad eccezione, espressamente prevista in termini assoluti, per la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali degli Stati Membri quando agiscono in veste di autorità monetaria; la

Al considerando numero 9) della proposta, in cui viene ripreso il tema della corretta qualificazione delle cripto-attività, si vede come la Commissione voglia identificare una definizione di cripto-attività e di tecnologia a registro distribuito che sia più ampia possibile, in modo da comprendere tutte le fattispecie che attualmente non rientrano nell'ambito di applicazione della regolamentazione sui servizi finanziari. Sempre al Considerando numero 9), poi, viene ripresa e specificata la tripartizione tra *asset-referenced token*, *currency token*, e *utility token*.

L'articolo 3 della proposta di regolamento in esame, che contiene le definizioni, definisce anche l'ambito di applicazione della normativa, le cui regole si strutturano poi secondo tre direttrici:

- ◇ la prima è contenuta nel Titolo II, in cui si trovano le disposizioni applicabili agli *utility tokens*;
- ◇ al Titolo III, che disciplina la seconda direttrice, si definiscono le regole applicabili ai cosiddetti *stablecoins*, cioè i *tokens* collegati ad un sottostante;
- ◇ la terza direttrice, oggetto di previsioni contenute ai Titoli IV e V, si riferisce ai *token* di moneta elettronica.

La bozza del regolamento contiene una disciplina applicabile all'offerta e circolazione degli *utility tokens*, e prevede che chi intenda offrire questo tipo di cripto-attività sarà tenuto ad agire in modo professionale e corretto, avendo sia l'onere di informare gli investitori in maniera chiara, completa e non equivoca, sia quello di prevenire, individuare e gestire eventuali conflitti di interesse mantenendo regolare il funzionamento del mercato, secondo le linee guida che dovranno essere adottate da ESMA congiuntamente con l'EBA ai sensi del comma 1 dell'articolo 13 dell'adottato regolamento. Anche nel caso di *asset-referenced tokens*, secondo quanto previsto dall'articolo 17 del regolamento in proposta, sarà compito del soggetto emittente redigere il cosiddetto *White Paper* informativo per gli investitori. In conclusione, il Regolamento MiCA costituisce il nuovo provvedimento che, ad eccezione di quanto previsto per l'emissione degli *utility tokens*, stabilisce per tutti coloro che intendano operare come fornitori dei servizi nel mercato delle cripto-attività:

---

Banca Europea degli Investimenti; il Meccanismo europeo di stabilità e il Fondo europeo di stabilità finanziaria; le organizzazioni internazionali pubbliche.

- i) obblighi di autorizzazione da parte di un'autorità competente ad offrire i propri servizi;
- ii) il rispetto di requisiti simili a quelli previsti per SIM, SGR e Banche (le istituzioni finanziarie tradizionali) già assoggettate a specifiche norme di derivazione comunitaria;
- iii) l'obbligo di costituirsi, strutturarsi ed operare garantendo un elevato livello di tutela degli investitori, nel rispetto e secondo standard già ampiamente conosciuti nella legislazione europea<sup>99</sup>.

Il Regolamento MiCA è stato approvato dal Parlamento europeo in via definitiva il 31 maggio 2023, pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 9 giugno 2023, ed entrerà in vigore a partire dal 30 dicembre del 2024, ad eccezione dei Titoli III e IV che saranno in vigore a partire dal 30 giugno 2024.

---

<sup>99</sup> Estendendo anche ai fornitori di servizi per le cripto-attività molte delle regole di condotta previste dalla direttiva MIFID II, comprese quelle sull'informazione, la comunicazione, l'adeguatezza dell'investimento.

## CONCLUSIONE

Come anticipato nell'introduzione, l'obiettivo dell'elaborato è quello di analizzare come e con quali strumenti il legislatore comunitario e nazionale è intervenuto, nell'ambito dei mercati finanziari, per tutelare il consumatore o risparmiatore.

Esaminando l'evoluzione normativa della materia, emerge chiaramente l'impegno e il coinvolgimento delle istituzioni europee, dei governi degli Stati Membri, delle autorità locali e di quelle indipendenti, per la previsione di una disciplina unitaria, che possa tanto garantire la protezione dei consumatori quanto preservare l'integrità e il buon funzionamento dei mercati.

La copiosa attività di regolazione diretta e indiretta esercitata dai soggetti regolatori dell'Unione Europea per l'armonizzazione delle normative statali in materia di emissione, fornitura e negoziazione degli strumenti finanziari, che ha avuto inizio nel 1999, si è dimostrata per alcuni versi subito efficace, ma per altri decisamente incompleta: con le crisi del 2008 e del 2009 si è acquisito un importante livello di consapevolezza sull'importanza di una regolamentazione solida in materia di mercati finanziari.

Successivamente, con la diffusione esagerata ed accelerata della digitalizzazione, la comparsa della connessione *Internet* e, specialmente nell'ultimo decennio, l'avvento del cosiddetto *Fintech*, ossia l'applicazione della tecnologia alla prestazione di servizi finanziari, l'identificazione della legge applicabile a questo settore si è trovata ad affrontare (e per certi aspetti sta ancora affrontando) numerosi ostacoli e difficoltà.

Nondimeno, la nascita e lo sviluppo delle cosiddette *Distributed Ledger Technologies*, prima fra tutte la tecnologia Blockchain, per l'emissione e lo scambio di cripto-attività ha modificato il modo di transare, risparmiare e speculare degli investitori *retail*, portandoli a conoscere un mondo digitale, pubblico, interconnesso, efficiente e meno costoso che nasconde però importanti rischi operativi.

Nell'elaborato si analizza come, per lo svolgimento della normale attività di emissione e negoziazione di strumenti finanziari tradizionali (tra cui azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento) svolta da istituzioni tradizionali quali

banche e società di gestione del risparmio o società di investimento, il legislatore europeo e quello italiano sono efficacemente intervenuti richiedendo, per esempio, di obblighi informativi e di comunicazione per i professionisti, oltre che valutazioni in merito all'adeguatezza e appropriatezza dell'investimento.

Particolare attenzione è stata dedicata nell'elaborato all'analisi delle regole che sono state adottate negli ultimi anni per disciplinare l'attività di emissione e negoziazione di strumenti finanziari operata su piattaforme che utilizzano tecnologie a registro distribuito o che abbiano ad oggetto la fornitura di cripto-attività.

Soprattutto a partire dal 2014, con l'adozione del Regolamento Mifir e la Direttiva MiFID II e successivamente nel 2020 con l'implementazione del cosiddetto "Pacchetto di Finanza Digitale", l'attività regolatoria nel settore si è intensificata su diversi fronti: in primis per garantire la protezione dell'investitore nella commercializzazione e nello scambio di cripto-attività, i quali avvengono necessariamente a distanza e tramite una piattaforma *online*; poi per prevenire i rischi informatici, che diventano sempre più probabili con l'implementazione delle nuove tecnologie; infine, per creare un sistema di norme armonizzato in tema di mercati finanziari e cripto-attività.

Numerosi atti di quest'ultima turnata normativa entreranno in vigore e saranno applicabili nel corso del 2024: la questione, quindi, rimane aperta e solo seguendone l'evoluzione sapremo dire se tali interventi si saranno dimostrati più o meno efficaci.

L'obiettivo è quello di conoscere, e quindi regolare, il settore dello scambio di cripto-attività su piattaforme con tecnologie DLT per poterne sfruttare gli elementi positivi, ed in particolare la maggiore efficienza delle transazioni (che non prevedono l'intermediazione di un terzo soggetto oltre al professionista e al consumatore), l'abbattimento dei costi delle stesse, la possibilità di accedervi in qualsiasi momento e da qualsiasi luogo.

A mio parere, la grande sfida del presente e del futuro è quella di trovare il giusto bilanciamento tra le opportunità finanziarie offerte dalle nuove tecnologie e quelle offerte (e mediate) dalle istituzioni tradizionali. Una chiave di volta per raggiungere tale obiettivo è quella di rendere il risparmiatore, in quanto consumatore, sempre

più informato e consapevole. Ma certamente si tratta di una sfida non facile, perché gli strumenti finanziati che vengono messi a disposizione sono sempre più complessi e i rischi a cui si espongono i consumatori con la digitalizzazione crescono sempre di più.



## BIBLIOGRAFIA

- Amato, G. “Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato”. In *Diritto bancario*, 8 luglio 2022
- Amato, G., Denozza F., Schweitzer, H., Nicita, A., Stallibrass, D. “Tutela della concorrenza e tutela dei consumatori. Due fini confliggenti?”. In *Mercato Concorrenza Regole*, vol. 2, 2009
- Barcellona, E. “Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»”. In *Banca e borsa*, 2012, I, p. 247 ss.
- BARENGHI, A., 2020. *Diritto dei consumatori*. II edizione. Wolters Kluwer
- Bassini, M. “La svolta della privacy europea: il nuovo pacchetto sulla tutela dei dati personali”. In *Quad. Cost.*, n. 3/2016, p. 588 ss.
- Bellini, M. “Blockchain e Bitcoin”. In *Milano Finanza*, 2018, pp. 41 ss.
- Bellino, V. M. “I rischi legati all’ecosistema Bitcoin: I nuovi intermediari”. In *Rivista di Diritto Bancario*, aprile 2018
- Bocchini, R. “Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche”. In *Diritto dell’informazione e dell’informatica*, 1, 2017, pp. 27 ss.
- Bonaiuti, G. “Schemi di pagamento e valute virtuali”. In *Moneta e Credito*, vol. 72, no. 288, 2019, pp. 389–415
- Bordo, M. D., Levin, A., T. “Central Bank Digital Currency and the future of Monetary Policy”. In *Economics Working Paper*, 17104, 2017, pp. 1-31
- Boreiko D., Ferrarini G., Giudici P. “Blockchain Startups and Prospectus Regulation”. In *European Business Organization Law Review*, 2019, 10, p. 665 ss.
- Borgatta, G. “La rendita del consumatore e le sue applicazioni finanziarie”. In *Giornale degli economisti e rivista di statistica*, vol. 61 (Anno 32), no. 5, 1921, pp. 157–74
- CALLIANO, O., 2013. *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*. Torino: Giappichelli

- Caloni, A. “Bitcoin: profili civilistici e tutela dell’investitore”. In *Rivista di diritto civile*, 1, 2019, p. 172
- Capriglione, F. “Operazioni bancarie e tipologia contrattuale”. In *RIDC*, 2006, I, p. 44 ss.
- Capriglione, F. “Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)”. In *Rivista trimestrale di diritto per l’economia*, 2015, p. 72 ss.
- Carlini, V. “Non lasciamo la Borsa ai flash boys”. In *Nova24-S24O*, 2016, p. 9
- Carriere, P. “Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria”. In *Banca, impresa, società*, no. 3, 2020, pp. 461–520
- Carrière P., De Luca N., De Mari M., Gasparri G., Poli T.N., “Tokenizzazione di azioni e azioni tokens”. In *Consob, Quaderni giuridici*, n. 25, gennaio 2023, p. 18 ss.
- Cassese, S. “La Commissione nazionale per le Società e la Borsa-Consob e i poteri indipendenti”. In *RS*, 1995, pp. 415 ss.
- Cavazzuti, F. “La trasparenza dei mercati finanziari”. In *Banca, impresa, società*, no. 3, 2004, pp. 419–30
- Cian, M. “La criptovaluta – alle radici dell’idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari”. In *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 3, 2019, pp. 328
- Conti, V. “Investor protection and the new challenges of European regulation”. In *Bancaria (Roma)*, vol. 69, no. 7–8, 2013, pp. 41–60
- Cuppini, N. “La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze”. In <http://www.dirittobancario.it>, 2018
- DANIELLI, A. et al. *Bitcoin e criptovalute* [risorsa elettronica]. UTET Giuridica, 2018
- Delfini, F. “Le discipline a tutela del consumatore e il coordinamento con la proposta di Regolamento MiCA”. In *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, vol. 11, 2022, pp. 267–94

- De Luca, N. “Crowdfunding e quote “dematerializzate” di s.r.l.? Prime considerazioni”. In *NLCC*, 2016, p. 1 ss.
- Dellacasa, M. “Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il consumatore non adeguatamente informato?”. In *NGCC*, 2006, I, p. 602
- Di Ciollo, G., in *Criptovalute: profili giuridici: Jei – Jus e Internet*, 17 settembre 2008.
- Di Chio, G. “Trasparenza bancaria e operazioni del fruitore dei servizi bancari, di investimento, finanziari ed assicurativi: un quadro di insieme”. In *Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale* 3/2019, pp. 429-440
- Enriques, L. “Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento”. In *RS*, 1998, II, p. 1013 ss.
- Esposito, M. “Non solo bitcoin: le potenziali applicazioni della blockchain”. In *Aggiornamenti sociali*, vol. 69, no. 6–7, San Fedele Edizione s.r.l., 2018
- FERRARI A., GUALANDRI E., LANDRI A., VENTURELLI V., VEZZANI P., 2021. *Strumenti, prodotti e servizi finanziari. Bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*. III Edizione. Torino: Giappichelli
- FERRARINI, G., 1986. “La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori”. Milano: Giuffrè
- Finesi, S. “Il nuovo regime informativo dei prodotti finanziari strutturati nell'Unione Europea”. In *Banca, impresa, società*, vol. 31, no. 3, 2012, pp. 487–504
- Gandini C., “La nozione di intermediazione mobiliare”. In *Contratto e Impresa*, 1992
- Gardella Tedeschi, B. “Criptoalute e Halachà: uno status giuridico ancora da chiarire”. In *Quaderni di diritto e politica ecclesiastica*, no. speciale, 2022, pp. 173–85
- Giaccaglia, M. “Considerazioni su Blockchain e smart contracts (oltre le criptoalute)”. In *Contr. Impr.*, 3/2019, p. 947, nota 28
- Girino, E., “Criptoalute: un problema di legalità funzionale”. In *Rivista di Diritto Bancario*, 10/2018

- Gitti, G. et al. “Offerte iniziali e scambi di cripto-attività”. In *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, vol. 8, no. 1, 2019, pp. 95–114
- Greenwald B.C., Stiglitz, J.E. “Keynesians, new Keynesians and new classical economics”. In *Oxford Economics Papers*, vol. 39, pp. 119-32
- Guffanti, E. “Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie”. In *Società*, 2011, 555 ss.
- Incutti, E.M. “Initial Coin Offerings ed il mercato delle cripto-attività: l’ambiguità degli utility token”. In *Rivista di Diritto Privato*, 2022, 1, p. 71 ss.
- Lazzara, P. “La potestà regolamentare della Commissione nazionale per le società e la borsa in materia d’intermediazione finanziaria”. In *FA*, 2000, p. 718 ss.
- Lemme, G., Peluso, S. “Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin”. In *Rivista di diritto bancario*, 11, 2016, pp. 12 ss.
- LENER, R. et al. *I contratti del mercato finanziario* [risorsa elettronica]. UTET Giuridica, 2010.
- Malvagna U., Sciarrone A., Leocani P., Tranquillini A., “Tecnologie di registro distribuito (Distributed Ledger Technologies) per la rappresentazione digitale di strumento finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato”. In *Rivista di diritto bancario*, 2022, n. 2, p. 73
- Mangini, V. “Società con unico azionista: recenti sviluppi giurisprudenziali e prospettive”. In *Giur. Co.*, I, 1984, p. 681
- Marinucci, S. “Obbligo informativo nei confronti dell’investitore e precedenti acquisti di titoli a rischio da parte del medesimo”. In *Giur. It.*, 2009, p. 889 ss.
- Maugeri, M. “Proposta di Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza”. In *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, vol. 11, 2022, pp. 229–48
- Messori, M. “Informazione e mercati finanziari”. In *Analisi Giuridica dell’Economia*, vol. 2, 2006, pp. 203-207

- Minervini, G. “Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile”. In *CG*, 1991, p. 129 ss
- Monti, A. “Per un’analisi critica della natura giuridica delle criptovalute”. In *Ragion Pratica*, vol. 2018, no. 2, 2018, pp. 361–78
- Murino, F. “Vigilanza ed enforcement sui mercati delle criptoattività nella proposta di Regolamento MiCA”. In *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, vol. 11, 2022, pp. 435–68
- NATOLI, R., 2012. *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, investimento e di assicurazione*. Milano: Giuffrè
- Pellegrini, M. “Le imprese di investimento”. In *AA.VV. Manuale di diritto bancario e finanziario*, p. 394 ss.
- Perrone, A. “Servizi di investimento e tutela dell’investitore”. In *BBTC*, 2019, I, p. 1 ss.
- Perrone, A. “Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia”. In *Banca e borsa*, 2015, p. 40 ss.
- PIATTELLI, U., 2023. *La regolamentazione del FinTech. Dai nuovi sistemi di pagamento all’intelligenza artificiale*. II edizione. Torino: Giappichelli
- Picardi, L. “La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale”. In *Banca Borsa e Titoli di credito*, 3, 2006, pp. 336 ss.
- Presti, G. “Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione”. In *Jus*, 2009, p. 65 ss.
- Raffaele, F. “The recent view of the Italian Market Authority (Consob) on initial coin offerings (ICOs) and crypto assets”. In *Diritto del Commercio Internazionale*, 3, 2020, pp. 818 ss.
- Realmonte, F. “Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell’attività di intermediazione mobiliare”. In *BBTC*, 1994, I, p. 617 ss.
- Richter, M. S. Jr. “I titoli di debito delle società a responsabilità limitata”. In *Rivista delle società*, 48, 4, 2003, pp. 799 ss.
- Roncararti, F. “La direttiva 2002/65/CE concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori”. In *Banca, impresa, società*, no. 1, 2004, pp. 81–116

- Rordorf, R. “Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori”. In *Il foro italiano*, vol. 124, no. 9, 2001, pp. 265/266-271/272
- Saija, A. “Protezione dei dati personali, tutela del consumatore e concorrenza: un rapporto in evoluzione”. In *Eurojus*, Fascicolo speciale *Mercato Unico Digitale, dati personali e diritti fondamentali*, 2020, pp. 103-115
- Sandei, C. “Le Initial Coin Offering nel prisma dell’ordinamento finanziario”. In *Rivista di diritto civile*, 2, 2020, pp. 392
- Sirena, P. “La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di cripto-attività”. In *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, no. Speciale, 2022, pp. 315–32
- Vella, F. “La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra ‘immunità’ e tutela degli investitori”. In *Analisi Giuridica dell’Economia*, vol. 1, no. 1, 2002, pp. 295–310
- Versaci, G. “Le tutele a favore del consumatore digitale nella “direttiva omnibus””. In *Persona e mercato*, n.3, 2012, p. 584

## SITOGRAFIA

- <https://www.bancaditalia.it>
- <https://www.altalex.com/documents/2023/03/20/codice-consumo-rinnova-raccogliere-sfide-mercati-digitali>
- <https://www.consob.it/web/investor-education/i-servizi-di-investimento>
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- [www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it)
- <https://www.consob.it/web/area-pubblica/prospetti-di-offerta-normativa-europea>