

Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union *

SOMMARIO: 1. L'integrazione dei mercati dei capitali nell'Unione: un processo (ancora) in divenire. – 2. Divergenze e diversità nelle discipline nazionali. – 3. Armonizzazione massima e completa? – 4. Gli *standard* nel diritto europeo dei mercati finanziari. – 5. Il ruolo della vigilanza. – 6. Rimedi pubblicistici e privatistici nel diritto europeo dei mercati finanziari. – 6.1. *Enforcement* pubblico: discrezionalità nazionali e problemi di coordinamento. – 6.2. Rimedi civilistici: ruolo delle leggi nazionali e questioni di coordinamento. – 7. Affrontare i limiti dell'armonizzazione: dalla divergenza alla diversità. – 7.1. La CMU ha bisogno di un'autorità di vigilanza unica? – 7.2. Allineamento delle norme di conflitto. – 8. Conclusioni.

1. L'integrazione dei mercati finanziari è da tempo una priorità nell'agenda dei legislatori europei. Fin dall'inizio del progetto d'integrazione stabilito dal Trattato di Roma, la rimozione delle barriere alla libera circolazione dei capitali e alla libera prestazione dei servizi finanziari, con o senza stabilimento nel paese di destinazione, è stata considerata un volano fondamentale per la creazione del mercato unico¹. Le ragioni che hanno originato e tuttora alimentano questo sforzo sono molteplici, ma tutte contribuiscono a spiegare il ruolo cruciale che i servizi finanziari rivestono nel contesto economico europeo. Innanzitutto, i servizi finanziari costituiscono un mercato a sé stante, cosicché la riduzione dei costi di transazione nella loro prestazione su base transfrontaliera determina, di per sé, un miglioramento di efficienza come in qualsiasi altro mercato. In secondo luogo, mercati dei capitali più ampi facilitano la diversificazione degli investimenti e, pertanto, la gestione dei relativi rischi, permettendo inoltre alle imprese di attingere a fonti di finanziamento più ampie². Infine, mercati dei capitali più omogenei e interconnessi rafforzano l'Unione Economica e Monetaria (UEM), dato che sistemi finanziari frammentati rendono più difficile la conduzione di una politica monetaria unitaria³.

Il cammino percorso dai tempi in cui l'integrazione dei mercati finanziari muoveva i suoi primi passi è significativo, ma è opinione ampiamente condivisa che tali progressi, per quanto molto positivi, non siano stati ancora in grado di realizzare mercati dei capitali pienamente integrati su base europea⁴. Il lavoro si concentra sul processo di integrazione che caratterizza l'Unione dei Mercati di Capitali (*Capital Markets Union* – CMU⁵) e affronta alcune delle ragioni normative alla base della frammentazione dei mercati dei capitali europei. In particolare, analizza le carenze dei progetti della

* Il presente contributo è stato predisposto nel contesto del progetto *Delivering a Capital Markets Union through efficient data spaces: data technologies and infrastructures in a broader legal and economic context* (DelCMU) (PRIN PNRR 2022) finanziato dall'Unione europea – Next Generation EU.

¹ BARNARD e SNELL, *Free movement of legal persons and the provision of services*, in BARNARD e PEERS, *European Union Law*, Oxford, 2017, 436.

² BEER e WASCHICZEK, *Capital markets union: a more diverse financial landscape in the EU?*, in *Monetary Policy & the Economy*, 2018/2, 71; PERRONE, *Capital Markets Union. A Proposal for Action*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2016, 3.

³ DE GRAUWE, *Economics of Monetary Union*, Oxford, 2020, 250 ss.

⁴ Per tutti EUROPEAN COURT OF AUDITORS, *Capital Markets Union – Slow start towards an ambitious goal*, 2020, disponibile su <https://www.eca.europa.eu>.

⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali* (COM(2015) 468 final), 30 settembre 2015; ID., *L'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione* (COM(2020) 590 final), 24 settembre 2020. Sulle fasi della CMU v. BROZZETTI, *La transizione verso la "Capital markets union" (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, 2, 20 ss.

CMU dal punto di vista dell'integrazione regolamentare e di vigilanza ed esplora alcune implicazioni di tali mancanze. Come l'analisi mostrerà, vi sono ancora margini significativi per migliorare il livello e la qualità dell'armonizzazione normativa all'interno della CMU. Al contempo, è opportuno prendere atto dell'inevitabilità di alcune divergenze e, pertanto, avviare una riflessione più approfondita sugli strumenti più idonei a gestire tali residue difformità. Un'analisi di questo tipo presuppone, naturalmente, un approccio realistico. In particolare, neppure un quadro normativo completamente armonizzato – un obiettivo di per sé difficile da realizzare – potrebbe di per sé assicurare una perfetta coincidenza del diritto vivente in tutti i paesi dell'Unione. Per tale ragione, è opportuno prestare maggiore attenzione, rispetto a quanto finora emerso, alle dinamiche che caratterizzano l'interpretazione e l'attuazione del diritto dei mercati finanziari da parte delle autorità di vigilanza e, tema ancor più delicato, degli organi giurisdizionali.

La forma attuale della CMU è il risultato della stratificazione delle diverse tecniche di regolamentazione che si sono sviluppate nei decenni al fine di favorire l'integrazione del mercato dei capitali. Dalle iniziali misure antidiscriminatorie del Trattato di Roma, la strategia di integrazione ha fatto progressivamente ricorso al principio del paese d'origine e del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e del relativo passaporto, entrambi resi possibili da un livello di armonizzazione quanto meno minima degli ordinamenti dei paesi coinvolti. A questi sviluppi ha contribuito anche la Corte di giustizia dell'Unione europea (CGUE), che ha svolto un ruolo più attivo nel controllo delle misure nazionali potenzialmente idonee a limitare l'accesso al mercato, anche qualora queste non dessero luogo a forme di discriminazione contro emittenti e fornitori di servizi di investimento situati in altri paesi membri⁶. In seguito, la strategia di regolazione si è orientata maggiormente verso l'armonizzazione massima delle discipline nazionali, con l'obiettivo di garantire a tutti i partecipanti ai mercati finanziari di poter competere alle stesse condizioni normative, superando qualsiasi tipo di divergenza nazionale. In una certa misura, questa nuova strategia è anche in grado di assicurare che i soggetti protetti dalla disciplina beneficino di un livello di tutela più prevedibile, dato che essa limita la possibilità che le regole applicabili al rapporto tra emittente e investitore (o tra prestatore di servizi e cliente) mutino al mutare del criterio di collegamento e, principalmente, del paese di origine della controparte o dell'autorità nazionale competente. Per questi motivi, l'intensità dell'armonizzazione normativa nel mercato europeo dei capitali è andata aumentando nel corso degli anni.

Contestualmente, i regolamenti hanno lentamente preso il posto delle direttive quale strumento legislativo principale e il crescente livello di dettaglio delle norme armonizzate ha richiesto l'adozione di una disciplina articolata su più livelli. Queste strategie sono stati inizialmente adottate raccogliendo una raccomandazione del c.d. Comitato Lamfalussy⁷ e, successivamente, hanno trovato la propria base giuridica di rango primario direttamente nell'architettura normativa introdotta dal Trattato di Lisbona, in particolare tramite gli atti delegati e di esecuzione (artt. 290 e 291 TFUE). Con qualche inevitabile semplificazione⁸, gli atti delegati sono misure non legislative di portata generale, la cui funzione è quella di integrare gli atti legislativi o addirittura di modificarli nei loro elementi non essenziali. Gli atti di esecuzione, invece, contengono misure più tecniche che definiscono il modo in cui i partecipanti al mercato devono conformarsi ai doveri stabiliti dagli atti legislativi: il tipico esempio, in questo caso, è la definizione di modelli standardizzati per la circolazione o la pubblicazione di informazioni.

Il quadro normativo è stato poi completato con la concessione di poteri quasi-regolatori alle autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities – ESAs*), istituite all'indomani della

⁶ CGUE, C-384/93, *Alpine Investments v Minister van Financiën*, 10 maggio 1995. V. ex multis MATTEO ORTINO, *Il mutuo riconoscimento e l'integrazione comunitaria dei mercati dei servizi finanziari*, in *Banca impresa soc.*, 2016, 185 ss.

⁷ COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS, *Final Report*, Bruxelles, 15 febbraio 2001, 19 ss., disponibile su <https://www.esma.europa.eu>. V. nuovamente ORTINO (nt. 6), 209 ss.

⁸ Sulla difficoltà di individuare criteri oggettivi di distinzione tra atti delegati e atti di esecuzione v. CRAIG, *Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation*, in *E.L.R.*, 2011, 671.

crisi finanziaria del 2007-8 come raccomandato dal c.d. Comitato de Larosière⁹. Pertanto, l'armonizzazione del diritto finanziario può oggi contare su un ampio ventaglio di strumenti. Al vertice si collocano naturalmente i Trattati, con le loro previsioni direttamente applicabili che hanno svolto un ruolo fondamentale di propulsione all'integrazione anche grazie alla giurisprudenza delle CGUE. A un livello inferiore, le misure di legislazione derivata sono oggi teoricamente deputate a definire i principi generali della regolamentazione ma, di fatto, esse sono già ricche di regole alquanto dettagliate. Scendendo di nuovo nella gerarchia delle fonti, gli atti delegati e di esecuzione integrano le misure di primo livello specificandone ulteriormente la portata. Alcune di queste misure sono redatte direttamente dalla Commissione (a volte dopo aver ricevuto una consulenza tecnica dall'ESA competente per materia), mentre in altri casi la Commissione approva gli *standard* tecnici di regolamentazione (quando la base giuridica è l'art. 290 del TFUE) o gli *standard* tecnici di attuazione (quando la base giuridica è l'art. 291 del TFUE) preparati dalle ESA competenti.

Più recentemente, il processo di armonizzazione ha raggiunto il suo apice con l'obiettivo di creare dei codici unici (*Single Rulebook*) capaci di definire un quadro normativo caratterizzato da armonizzazione massima e completa a tutti i livelli di regolazione, dai principi generali ai dettagli tecnici¹⁰. Tuttavia, nonostante gli sforzi profusi, la CMU rimane un processo in divenire, poiché neppure l'adozione di un codice unico è stata in grado di condurre alla creazione di un mercato finanziario sufficientemente omogeneo. Infatti, la persistente frammentazione del mercato europeo tra i diversi sistemi nazionali rappresenta ancora un ostacolo sulla via della perfetta integrazione¹¹. Naturalmente, il livello di omogeneità normativa 'sufficiente' e, pertanto, l'equilibrio ideale tra unità e diversità nella legislazione europea è in gran parte una questione di preferenze soggettive. Tuttavia, non vi è dubbio che, allo stato, la divergenza nella disciplina e nelle prassi di vigilanza fra i paesi europei sia ampiamente percepita come un ostacolo alla creazione di una vera CMU.

Il prosieguo dell'analisi affronta questi profili e suggerisce alcuni possibili rimedi alla frammentazione normativa dei mercati finanziari dell'Unione. Dopo aver delineato la differenza tra "divergenza" e "diversità" nella disciplina dei mercati finanziari (sezione 2), l'articolo contestualizza gli ostacoli che la divergenza normativa frappone al perseguimento della CMU (sezione 3). Sono quindi presi in esame il ruolo dell'armonizzazione minima e massima (sezione 4) nonché gli effetti sull'integrazione normativa dell'impiego di criteri generali (o *standard*) nella disciplina eurounitaria (sezione 5). Successivamente, si analizza come la divergenza nelle prassi di vigilanza (sezione 6) e, più in generale, il ruolo delle autorità e dei soggetti privati nell'attuazione della disciplina possano incidere sul conseguimento della CMU (sezione 7). L'analisi si conclude con alcune raccomandazioni di politica regolatoria (sezione 8).

2. Prima di procedere ad analizzare l'integrazione normativa dei mercati dei capitali nell'UE, è bene inquadrare gli strumenti di analisi su cui si baserà il resto dell'articolo. Come indicato dalla sintetica panoramica della sezione precedente, la mancanza di omogeneità tra gli ordinamenti nazionali non è particolarmente gradita a coloro che operino nei mercati finanziari¹². La ragione è semplice: le divergenze hanno un costo. Infatti, i prestatori di servizi finanziari che agiscono su base transfrontaliera possono beneficiare di un risparmio in termini di costi di svolgimento dell'attività quando le regole a cui sono soggetti, così come le relative interpretazioni, sono uniformi. Basti

⁹ THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, *Report*, 2009, 42 ss., disponibile su <https://ec.europa.eu>.

¹⁰ In tal modo pervenendosi anche a un *Single Handbook* per la vigilanza: PELLEGRINI, *MiFID II e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, in V. TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Wolters Kluwer e CEDAM, Milano, 2016, 438.

¹¹ DE GUINDOS, *Europe needs a fully-fledged capital markets union - now more than ever*, The ECB Blog, 2 settembre 2020, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu>.

¹² CRAIG, *Subsidiarity: A Political and Legal Analysis*, in *JCMS*, 2012, 75, ove si evidenzia come un eccessivo ricorso alla sussidiarietà abbia prodotto risultati sub-ottimali nel diritto finanziario dell'Unione.

pensare, in proposito, alla possibilità di adottare una procedura unica per ogni servizio prestato. Senza dubbio, in assenza di un perfetto allineamento mediante armonizzazione normativa, le sole regole di conflitto che individuino la legge applicabile e assegnino i poteri di vigilanza al paese d'origine possono condurre a tale risultato facendo affidamento solo sull'integrazione negativa¹³. Tuttavia, questa politica di integrazione, se adottata senza correttivi, avrebbe quale contrappasso la riduzione dell'omogeneità delle tutele per i destinatari dei servizi finanziari, potendo essa dar luogo a livelli di protezione diversi a seconda del paese d'origine del prestatore. Non è difficile immaginarne le conseguenze, soprattutto per gli investitori al dettaglio: accertare il livello di protezione di volta in volta applicabile richiederebbe un'indagine complessa sui regimi nazionali stranieri. Per investitori quali i gestori di attivi¹⁴, a tali accertamenti si affiancherebbe la necessità di adottare, potenzialmente, tante procedure interne diverse quanti sono i paesi di origine dei prestatori dei servizi ricevuti nello svolgimento dell'attività professionale. Infine, la sola integrazione negativa non risolverebbe il rischio di discriminazione inversa per i fornitori di servizi nazionali¹⁵.

Per tutte queste ragioni¹⁶, lo strumento preferibile per l'integrazione dei mercati finanziari è spesso ritenuta, più che la mera armonizzazione dei regimi nazionali, la sostituzione di questi ultimi, per quanto possibile, con un unico regime europeo¹⁷. Mentre l'adozione di un unico regime europeo mira a sostituire le previsioni nazionali e, quindi, fa un uso maggiore dei regolamenti, lo strumento elettivo dell'armonizzazione sono le direttive. Inoltre, mentre l'uniformazione esclude qualunque residua competenza dei legislatori nazionali in alcune aree, l'armonizzazione si concentra sui risultati che gli Stati membri devono raggiungere, coinvolgendo anche le disposizioni nazionali negli sforzi di integrazione. Vero è, peraltro, che questa bipartizione non deve essere sopravvalutata. Da un lato, le direttive possono essere così dettagliate da eliminare ogni discrezionalità in sede di recepimento e, dall'altro, i regolamenti possono rinviare a misure di attuazione nazionali in alcune circostanze specifiche¹⁸ e, comunque, fanno tendenzialmente affidamento, sia pur in misura variabile, sui sistemi di vigilanza e sulle interpretazioni giurisprudenziali nazionali, ad esempio per quanto riguarda i procedimenti amministrativi di vigilanza, inclusi quelli per l'irrogazione di sanzioni all'ente ovvero agli esponenti aziendali. In astratto, si può certamente ipotizzare un crescente accentramento delle funzioni di vigilanza sul modello dell'Unione Bancaria (EBU) e, rispettivamente, un ruolo più incisivo della CGUE nel garantire interpretazioni omogenee delle norme comuni. Tuttavia, come meglio si indicherà nelle sezioni 6.2 e 7.2, la CGUE può contribuire alla riduzione delle divergenze quando l'*enforcement* nazionale si basa sull'applicazione di norme europee, ma più difficilmente può svolgere un ruolo analogo con riguardo alle discipline nazionali di carattere privatistico.

In questo contesto, il presente lavoro utilizza il termine "divergenza" con riferimento alle persistenti differenze tra le discipline degli Stati membri nel recepimento o nell'applicazione del diritto europeo dei mercati finanziari. Il termine è impiegato in questa sede nella sua connotazione negativa, in contrasto con la connotazione positiva che caratterizza, invece, la diversità. Nel prosieguo, il termine "diversità" sarà usato per descrivere alcune delle differenze tra ordinamenti nazionali la cui rimozione non appare agevole o che, in ogni caso, si ritiene possano assicurare margini di flessibilità capaci di supportare, anziché ostacolare, la CMU. La distinzione così tracciata tra divergenza e diversità è, naturalmente, in gran parte soggettiva e riflette un giudizio personale di

¹³ Sul concetto di armonizzazione positiva e negativa v. BARNARD e DEAKIN, *Negative and Positive Harmonization of Labor Law in the European Union*, in *Colum, J. Eur. L.*, 2002, 389.

¹⁴ Quali le società di gestione dei fondi comuni di investimento ai sensi dell'art. 2(1)(b) Direttiva 2009/65/CE (sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) – c.d. UCITS) o dell'art. 4(1)(b) Direttiva 2011/61/CE (sui gestori di fondi di investimento alternativi – c.d. AIFM).

¹⁵ Sul concetto di discriminazione inversa v. TRYFONIDOU, *Reverse Discrimination in Purely Internal Situations: An Incongruity in a Citizens' Europe*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2008, 43.

¹⁶ Sull'importanza dell'armonizzazione nel contesto della CMU, anche alla luce della creazione di un codice unico di norme, v. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in questa *Rivista*, 2016, I, 482 s.

¹⁷ Per una tassonomia v. SLOT, *Harmonisation*, in *E.L.R.*, 1996, 379.

¹⁸ CGUE, C-403/98, *Monte Arcosu*, 11 gennaio 2001.

valore. Essa, tuttavia, facilita l'identificazione dei casi in cui le disuguaglianze normative possono essere dannose, e devono quindi essere rimosse, dai casi in cui esse possono rappresentare un elemento positivo per la CMU o, comunque, sono una variabile esogena che difficilmente può scomparire. Come il prosieguo dell'articolo indicherà, gli ambiti di miglioramento della CMU dipendono non solo dalla rimozione delle divergenze residue, ma anche da un efficace coordinamento tra sistemi nazionali nella gestione delle diversità, quando queste siano appunto utili o ad ogni modo destinate a permanere. Benché il dibattito tra regolatori si sia concentrato sull'uniformazione della disciplina della CMU – e pertanto sulla rimozione delle divergenze tramite armonizzazione positiva – si ritiene che un ruolo non secondario possa essere svolto da una più adeguata gestione delle diversità mediante un'efficace armonizzazione negativa.

Il prosieguo del lavoro esplora alcune delle possibili ragioni per cui la CMU non ha ancora portato alla creazione di un mercato veramente integrato nell'Unione. La portata dell'analisi è inevitabilmente limitata agli aspetti normativi della CMU benché, naturalmente, vi siano anche altre ragioni per cui l'integrazione dei mercati finanziari è rimasta incompleta. Tra queste, ad esempio, le tradizionali divergenze macroeconomiche, oggetto di coordinamento delle politiche di bilancio nazionali ai sensi degli artt. 126 e 136 TFUE, oltre ai residui problemi derivanti da fenomeni di *home bias* e dalle persistenti barriere linguistiche nonché, in ultima analisi, dalle storiche diversità nel tessuto economico, sociale e culturale¹⁹.

3. Tra le cause della persistente divergenza tra ordinamenti nel settore dei mercati finanziari è frequentemente e correttamente annoverato l'insufficiente livello di armonizzazione. Benché siano possibili altre classificazioni, ai nostri fini è utile distinguere le diverse forme di armonizzazione secondo due parametri: l'intensità e la portata.

La tradizionale bipartizione tra armonizzazione massima e minima si inquadra nel parametro dell'intensità²⁰. L'armonizzazione minima permette agli Stati membri di adottare misure nazionali più restrittive di quelle previste a livello europeo, fatto salvo il requisito generale per cui tali misure non devono violare i Trattati e, in particolare, non devono creare ostacoli alla libera prestazione dei servizi finanziari (con o senza stabilimento) o alla libera circolazione dei capitali, come stabilito rispettivamente negli artt. 49, 56 e 63 del TFUE. Invece, in linea di principio, l'armonizzazione massima non lascia alcun margine di manovra agli Stati membri, in quanto questi sono solo tenuti ad applicare le norme europee, senza possibilità di renderle più stringenti (e tanto meno più lasche). Per quanto riguarda la portata degli interventi normativi eurounitari, si è invece soliti distinguere tra armonizzazione completa e parziale. L'armonizzazione completa impedisce agli Stati membri di adottare misure nazionali in settori di competenza del diritto europeo, mentre l'armonizzazione parziale lascia un margine di intervento in tali settori a condizione che non vi sia conflitto con le norme europee. In questa sezione, si indicherà come alcuni ostacoli normativi alla CMU derivino dalla scarsa chiarezza, nella disciplina europea, sul tipo di armonizzazione a cui le previsioni mirano e, pur dove tale chiarezza vi sia, dagli spazi residui dell'armonizzazione minima²¹.

¹⁹ V. ad es., con riguardo agli assetti del mercato del lavoro nei paesi dell'Unione, HANCKÉ, *Employment Regimes, Wage Setting, and Monetary Union in Continental Europe*, in WILKINSON *et al.* (a cura di), *The Oxford Handbook of Employment Relations: Comparative Employment Systems*, Oxford, 2014, 317 ss. In relazione ai diversi modelli di capitalism v. ALISON JOHNSTON e AIDAN REGAN, *European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism*, in *Journal of Common Market Studies*, 2016, 318 ss.

²⁰ Naturalmente, questa misura dell'intensità nulla dice con riguardo al livello di dettaglio delle previsioni. Basti pensare a previsioni di carattere generale quali gli standard di condotta (su cui v. infra), che pure possono essere oggetto di armonizzazione massima. Per un tentativo di analisi quantitativa v. STRAND, *The choice of instrument for EU legislation: mapping the system of governance under MiFID II and MiFIR*, in HÉRITIER e SCHOELLER (a cura di), *Governing Finance in Europe. A Centralisation of Rulemaking?*, Cheltenham, 2020, 79 ss.

²¹ Questi problemi non sono ovviamente esclusivi della CMU: si veda VAN DEN BRINK, *Towards an ever clearer division of authority between the European Union and the Member States?*, in VAN DEN BRINK *et al.* (a cura di), *Sovereignty in the shared legal order of the EU: core values of regulation and enforcement*, Anversa e Cambridge, 2015, 236 s.

In via preliminare, occorre in primo luogo notare come i problemi derivanti dalla natura dell'armonizzazione europea siano oggi meno significativi che in passato²², soprattutto in virtù della graduale sostituzione delle direttive con i regolamenti quali strumenti preferenziali per la legislazione che costituisce la CMU. In primo luogo, anche senza classificazioni specifiche del relativo livello di armonizzazione, le misure di uniformazione contenute nei regolamenti sono meno inclini al *gold-plating* nazionale, perché la diretta applicabilità del diritto europeo esclude qualsiasi disposizione nazionale divergente, sia essa più o meno severa delle previsioni europee²³. In secondo luogo, i residui margini di scelta lasciati alle discipline nazionali assumono generalmente la forma di opzioni specifiche all'interno dei regolamenti, ciò che permette di garantire un sufficiente livello di coerenza normativa coerenza anche in presenza di differenze locali.

Alcuni esempi possono meglio illustrare queste considerazioni. Si consideri il regime di esenzione dagli obblighi di pubblicazione del prospetto, il quale consente agli Stati membri – in base alla disciplina in vigore nel momento in cui si scrive – di definire la soglia al di sotto della quale le offerte pubbliche di titoli non richiedono la pubblicazione di tale documento. La discrezionalità nazionale è limitata entro un importo compreso tra un milione e otto milioni di euro, per cui le offerte al di sotto di un milione non possono essere assoggettate all'obbligo di pubblicazione del prospetto²⁴, mentre tale obbligo si applica sempre al di sopra della soglia degli otto milioni, a meno che l'emittente non possa beneficiare di un'altra esenzione (artt. 1(3) e 3(2)(b) Regolamento (UE) 2017/1129 – Regolamento sul prospetto). In questo modo, gli Stati membri possono specificare l'ambito di applicazione del Regolamento sul prospetto in base alla dimensione mediana delle operazioni di raccolta che si svolgono nel proprio territorio, a loro volta influenzate da fattori quali la dimensione media delle imprese e del potere d'acquisto che la valuta, comune o nazionale, ha nel mercato locale. In futuro, i due parametri in esame verranno verosimilmente unificati in un'unica soglia pari a dodici milioni di euro, come proposto dalla Commissione europea²⁵, ma gli Stati membri conserveranno un margine di discrezionalità nella definizione degli obblighi informativi applicabili alle offerte aventi valore inferiore alla soglia di rilevanza, potendo così applicare un regime – per quanto necessariamente meno pervasivo di quello stabilito per i prospetti (art. 1(3) del Regolamento sul prospetto) – definito anche in base al potere d'acquisto medio locale, in conformità al principio di proporzionalità.

Una spiegazione analoga a quella applicabile al vigente regime del prospetto informativo può valere per le norme nazionali che, ai sensi del Regolamento sugli abusi di mercato (MAR), fissano le soglie rilevanti per la comunicazione delle operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione in società quotate (art. 19 Regolamento (UE) 596/2014 - MAR). In tal caso, le proposte di modifica presenti nella proposta di *Listing Act* sopra ricordata si limitano a innalzare le soglie attuali, conservando tuttavia la possibilità di elevarle a livello nazionale²⁶.

²² V. TISON, *Financial Market Integration in the Post-FSAP Era*, in FERRARINI e WYMEERSCH, *Investor Protection in Europe. Regulatory Competition and Harmonization*, Oxford, 2006, 443; GERNER-BEUERLE, *United in diversity: maximum versus minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 317. Più recentemente GRÖBE, "Single Rulebook" but Different Implementation? - *Financial Regulation in the European Union Member States*, disponibile su <https://ecpr.eu> (ove si identificano le disomogeneità nel recepimento delle direttive quale causa delle persistenti divergenze nazionali).

²³ Vedi anche COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation on the supervisory convergence and the single Rulebook*, Bruxelles, 12 marzo 2021, disponibile su <https://ec.europa.eu>.

²⁴ Gli emittenti rimangono tuttavia liberi di pubblicare un prospetto su base volontaria, cosa che potrebbero voler fare per trarre vantaggio dal regime del passaporto al fine di raccogliere capitali in altri Stati membri (art. 4 Regolamento sul prospetto).

²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali* (COM(2022) 762 final), 7 dicembre 2022 (cfr. art. 1(3)).

²⁶ *Ibid.* (cfr. anche art. 2(40)).

La creazione di un *Single Rulebook* riduce inevitabilmente la portata del principio di sussidiarietà, insieme all'armonizzazione minima che tale principio tende a promuovere, e si affida piuttosto alle sole implicazioni procedurali di tale principio, in particolare durante le valutazioni di impatto della regolazione²⁷. Ciononostante, l'armonizzazione perseguita tramite direttiva rimane lo strumento di integrazione principale nell'architettura della CMU. Se ciò garantisca un livello sufficiente di omogeneità normativa è quantomeno incerto, anche a causa delle incertezze derivanti dalle vaghe indicazioni riguardanti il livello di armonizzazione che tali misure intendono introdurre.

È piuttosto comune, infatti, la circostanza che le fonti secondarie di diritto europeo non contengano precisazioni univoche circa la portata e l'intensità dell'armonizzazione che esse intendono perseguire²⁸. Pur quando le direttive affrontano la questione, esse lo fanno spesso con esclusivo riguardo ad alcune disposizioni, lasciando nell'incertezza il regime generale applicabile alle altre previsioni. Si tratta di un problema comune a tutte le misure europee che promuovono l'integrazione del mercato dei servizi²⁹, e i servizi finanziari non fanno eccezione.

Ancora una volta, alcuni esempi possono meglio chiarire il punto. Il primo caso che si ritiene utile prendere in esame riguarda la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (Direttiva 2014/65/UE – MiFID II), la quale esprime in maniera molto chiara la natura e la portata dell'armonizzazione quando affronta le regole di condotta a cui le imprese di investimento e gli altri soggetti autorizzati devono attenersi nella prestazione di servizi di investimento. In quest'ambito, la Direttiva consente agli Stati membri di adottare misure più restrittive di quelle europee solo in via eccezionale e solo ove queste siano basate su ragioni obiettive e soddisfino il principio di proporzionalità. Inoltre, gli Stati membri devono fare riferimento a specifiche caratteristiche relative alla struttura dei mercati nazionali che possano creare un rischio per la tutela degli investitori e l'integrità del mercato (art. 24(12) MiFID II)³⁰. Il risvolto procedurale dell'adozione di tali misure consiste nel dovere di notificare il loro contenuto, due mesi prima della loro entrata in vigore, alla Commissione, la quale si esprime mediante parere³¹.

Queste regole definiscono un quadro univoco per l'adozione di misure nazionali più restrittive, ma il loro ambito di applicazione non va oltre le regole di condotta. I vincoli per le misure nazionali sono invece meno chiari in altre aree di applicazione della Direttiva MiFID II, tra cui ad esempio i requisiti che le sedi di negoziazione degli strumenti finanziari (compresi i mercati regolamentati) devono soddisfare e le regole per lo svolgimento delle funzioni di ammissione a quotazione e di negoziazione.

Lo strumento in cui le incertezze relative al livello di armonizzazione si manifestano nella forma più evidente è, con tutta probabilità, la Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE – Direttiva OPA). La Direttiva delinea alcune regole essenziali per l'armonizzazione della disciplina, tra cui quelle in materia di obblighi informativi dell'offerente (art. 6 e 8), di doveri

²⁷ VAN DEN BRINK (nt. 21), 229, 231.

²⁸ L'intensità dell'armonizzazione (in particolare: massima o minima) definisce lo spazio rimanente per le scelte nazionali all'interno dell'ambito di applicazione delle misure di diritto europeo. L'ambito di applicazione dell'armonizzazione si riferisce, invece, all'identificazione delle aree oggetto della stessa e che, pertanto, sono soggette a forme di limitazione del potere di regolazione nazionale: cfr. SLOT (nt. 17), 388; v. anche VAN DEN BRINK (nt. 21), 237 s. Per una classificazione in parte simile nel campo del diritto dei valori mobiliari v. ENRIQUES e GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, in KRÜGER ANDERSEN e SØRENSEN (a cura di), *Company Law and Finance*, Londra, 2008, 167, che adottano i seguenti criteri di classificazione con riguardo all'armonizzazione: (i) sostanziale ovvero basata su regole di conflitto; (ii) completa ovvero parziale; (iii) massima ovvero minima; (iv) obbligatoria ovvero facoltativa.

²⁹ Sulle incertezze riguardanti, sotto tale profilo, la Direttiva 2006/123/CE (Direttiva UE sui servizi) v. BARNARD, *Unravelling the Services Directive*, in *CMLR*, 2008, 367.

³⁰ Sulla base di questa regola, per esempio, i Paesi Bassi hanno adottato un divieto generalizzato di percezione di incentivi (*inducement*): AFM, *Leidraad ter interpretatie van het provisieverbod beleggingsondernemingen – Hulpmiddel bij vraagstukken in de praktijk*, marzo 2016, disponibile su <https://www.afm.nl>.

³¹ Queste norme sembrano ispirarsi ai meccanismi previsti dall'art. 114(4), (5) e (6) del TFUE, pur se con alcuni significativi adattamenti.

del consiglio di amministrazione (art. 9 – regola di passività) nonché di neutralizzazione delle clausole che, deviando dalla proporzionalità tra quota di capitale detenuta e diritti di voto o limitando la libera trasferibilità dei titoli, possono ostacolare l’acquisizione del controllo (art. 11 – regola di neutralizzazione)³². Rientra tra tali previsioni anche l’obbligo di offerta in caso di superamento della quota di controllo (art. 5)³³. In tale contesto, le deviazioni nazionali dall’impianto generale della Direttiva sembrerebbero, a prima vista, soggette a una disciplina dettagliata. In particolare, è possibile l’*opt-out* – semplice ovvero basato su clausole di reciprocità – dalla regola di passività e dalla regola di neutralizzazione, con la precisazione che, indipendentemente dalle previsioni nazionali in materia, le società che desiderino adottare le norme europee devono essere considerate libere di farlo (art. 12). Allo stesso tempo, la Direttiva qualifica le disposizioni in essa contenute come di armonizzazione minima, stabilendo espressamente che queste non impediscano agli Stati membri di stabilire norme più severe a livello nazionale (art. 3(2))³⁴. Tuttavia, la portata di queste misure di dettaglio è in larga parte ridimensionata dalla previsione secondo la quale, fatti salvi i soli principi generali della Direttiva, gli Stati membri possono prevedere qualsiasi deroga funzionale a “tener conto di circostanze determinate a livello nazionale” (art. 4 (5)). È chiaro come una previsione di questo tenore rimetta il livello effettivo di armonizzazione alla discrezionalità nazionale, a discapito della creazione di un quadro normativo omogeneo.

4. Ci sono, tuttavia, ragioni più sostanziali per cui il *Single Rulebook* per i mercati dei capitali potrebbe non essere in grado di condurre a un’armonizzazione massima e completa, a prescindere dalla sua (in)capacità di limitare i margini di scelta degli Stati membri e dall’uso dei regolamenti in progressiva sostituzione delle direttive. Una di queste ragioni è l’impiego, nel diritto europeo, di norme aperte (anche definite in dottrina criteri generali o principi generali), secondo il modello di regolazione tramite *standard*, per usare l’espressione ormai più comune sulla scorta del gergo anglosassone³⁵.

Gli *standard* svolgono un ruolo fondamentale all’interno del diritto europeo, proprio come in qualsiasi altro sistema giuridico. Tali previsioni sono spesso necessarie per colmare le lacune che l’applicazione di norme di dettaglio inevitabilmente comporta data l’impossibilità, che anche il legislatore più accorto deve fronteggiare, di prevedere tutti i possibili stati futuri della realtà, disciplinandoli di conseguenza. Tra le regole di carattere generale e indeterminato troviamo, ad esempio, il dovere delle imprese di investimento di servire al meglio l’interesse dei loro clienti³⁶. Tale dovere impone ai prestatori di servizi d’investimento di agire in modo tale da tutelare gli interessi della controparte contrattuale. Naturalmente, in quest’ambito, le modalità con cui le imprese d’investimento devono agire per soddisfare l’interesse dei propri clienti sono già definite da

³² V., senza alcuna pretesa di esaustività: CAPIELLO, *Le difese*, in STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 113 ss.; FURGIUELE, *La regola di neutralizzazione*, *ivi*, 131 ss.; VENTORUZZO, *Il principio di reciprocità*, *ivi*, 147 ss.

³³ In materia tra i molti LENER, *Le offerte obbligatorie*, in RICHTER JR (nt. 32), 165 ss.; sulla funzione dell’istituto v. già GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell’obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 251 ss. e spec. 258.

³⁴ Per un commento v. ANNUNZIATA e VENTORUZZO, *La disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto*, in BENEDETTELLI e LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2016, 436 ss.

³⁵ In questa sede, le espressioni sono utilizzate indifferentemente, pur se a costo di qualche inevitabile semplificazione (v. ad es. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un’analisi funzionale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, 1). Per un’analisi approfondita v. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Giuffrè, Milano, 2010, 11 ss. (ove una ricognizione della letteratura specialistica) e 51 ss. (per una proposta di ricostruzione).

³⁶ V. ENRIQUES e GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, in BUSCH e FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets*, Oxford, 2017, 92.

specifiche regole di condotta³⁷. Si tratta di disposizioni molto dettagliate che stabiliscono il livello di protezione calibrandolo in base alla natura del servizio prestato e della tipologia del cliente coinvolto.

Per i servizi che comportano prestazioni quali la ricezione e trasmissione o l'esecuzione di ordini, è necessario valutare la capacità del cliente di comprendere il livello di rischio che l'investimento comporta e, nel caso in cui tale esame abbia esito negativo, avvertire di tale rischio il cliente, salva la facoltà per quest'ultimo di dare comunque seguito all'operazione (test di appropriatezza – art. 25(3) MiFID II). I servizi connotati da caratteristiche più marcatamente fiduciarie, quali la consulenza in materia d'investimenti o la gestione individuale di portafogli, comportano in aggiunta l'accertamento degli obiettivi di investimento del cliente e della sua capacità di sopportare perdite. In tale contesto, si impedisce al prestatore del servizio di raccomandare e, rispettivamente, acquistare gli strumenti finanziari che non siano compatibili con le caratteristiche del cliente (test di adeguatezza – art. 25(2) MiFID II)³⁸.

Quando i servizi sono prestati agli investitori al dettaglio, queste verifiche comportano sempre un esame approfondito delle caratteristiche dei clienti, mentre per i clienti professionali è possibile ricorrere a presunzioni relative con riguardo alla capacità di comprendere i rischi connessi (per tutti i clienti professionali: art. 54(3), par. 1, e 56(1) Regolamento (UE) 2017/565) e alla capacità di sopportare i rischi (per i soli clienti professionali qualificati come tali dalla legge: art. 54(3), par. 2, Regolamento (UE) 2017/565). La calibrazione delle regole di condotta tiene anche in considerazione le esigenze di speditezza che possono caratterizzare i servizi a minor valore aggiunto, quali la ricezione e trasmissione o l'esecuzione di ordini, consentendo di derogare alle valutazioni ora rammentate, fatta salva un'adeguata informativa e purché il servizio sia fornito su iniziativa del cliente e riguardi strumenti non complessi quali azioni o obbligazioni quotate (c.d. regime di mera esecuzione – art. 25(4), MiFID II)³⁹.

Ebbene, nonostante l'elevato dettaglio delle regole ora rammentate e, addirittura, anche in caso di ricorso al regime di mera esecuzione, il dovere di servire al meglio l'interesse del cliente continua ad applicarsi anche ai servizi di sola esecuzione⁴⁰, dimostrando la sua capacità di colmare le lacune normative, proprio come molti altri *standard* presenti nel diritto finanziario europeo. In questo modo, il principio espande il campo di applicazione del diritto europeo in modo da integrare previsioni più

³⁷ Su questi temi più ampiamente ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2022, 101 ss.; BARTALENA, *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in CERA e PRESTI (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, vol. I, *Prodotti e intermediari*, Bologna, 2020, 366 ss.; SARTORI, *Regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, 151; CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 218 s.; PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in ID. (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 4 ss.; MIOLA, *Sub art. 21*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Finanza*, Torino 2002, 166.

³⁸ Per un quadro generale v. C. COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in TROIANO e MOTRONI (nt. 10), 57 ss.; BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 517 ss.; CIAN (nt. 37), 213 ss.; LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI e LENER (nt. 37), 239 ss.; SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, *ivi*, 281 ss.; RIMINI, *Le regole di condotta*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 430 ss.

³⁹ Cfr. ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, Consultation document (ESMA35-36-2159), 29 gennaio 2021, 6, 15 (ove si indica l'art. 25(4) MiFID II come base giuridica per i servizi di mera esecuzione).

⁴⁰ Un regime ancor meno stringente si applica ai servizi di mera esecuzione prestati in favore di controparti qualificate (art. 30 MiFID II), poiché in questo caso viene meno anche il dovere di agire secondo il migliore interesse della controparte.

specifiche e di compensare, almeno parzialmente, le deroghe che queste consentono: ciò al fine di garantire, pure in presenza di tali deroghe, un livello di protezione minimo giudicato essenziale⁴¹.

Il dovere di servire al meglio l'interesse del cliente può operare anche in rapporti giuridici che, pur rientrando tra i servizi accessori, sollevano esigenze di protezione comparabili a quelle proprie dei servizi di investimento in senso stretto (All. 1, Sez. A e B, MiFID II). Si pensi alla consulenza generica, consistente nel raccomandare una tipologia di strumenti finanziari (ad esempio, "azioni") e non, invece, uno strumento finanziario in particolare ("azioni di una certa società"). Una simile raccomandazione soddisfa, in linea di principio, i criteri per la configurazione di un servizio accessorio (All. 1, Sez. B, lett. 5, MiFID II) ma non, a causa della mancanza del requisito della precisione, quelli necessari affinché ricorra una consulenza in materia di investimenti (art. 4 (1)(4) MiFID II). Tuttavia, anche una raccomandazione generica potrebbe presentare gli strumenti finanziari che ne formano oggetto come adatti allo specifico cliente a cui si rivolge, proprio come accade per il servizio di investimento vero e proprio (art. 9 Regolamento (UE) 2017/565), senza tuttavia che l'intermediario sia soggetto alle regole in materia di adeguatezza. Ancora più problematica è la situazione in cui la consulenza generica preceda la prestazione di una vera e propria consulenza in materia di investimenti, a causa dell'incapacità del cliente di capire quale parte del complesso di raccomandazioni ricevute goda della protezione garantita dalla disciplina sopra rammentata e quale, invece, ne sia esclusa. In entrambe le circostanze, il dovere di servire al meglio l'interesse del cliente può supplire alla mancanza di norme specifiche, vuoi limitando la possibilità di esprimere pareri generici che si presentino indebitamente come idonei per lo specifico investitore, vuoi assorbendo tali raccomandazioni nella disciplina della consulenza vera e propria che sia fornita successivamente (considerando 15 e 16 Regolamento (UE) 2017/565). In tali casi, il ricorso a uno *standard* di condotta consente all'ordinamento di espandere la tutela dell'investitore: ciò accade, tuttavia, sulla base di un principio generale la cui interpretazione può facilmente variare a seconda del contesto locale, anche in considerazione della limitata inclinazione di alcuni organi giurisdizionali a proporre rinvio pregiudiziale davanti alla CGUE su temi che possono essere interpretati alla luce di analoghi principi di origine nazionale.

Gli *standard* generali di condotta possono giocare un ruolo anche all'interno dell'ambito di applicazione di regole di dettaglio, orientandone l'interpretazione ogni volta che queste presentino ambiguità. Ad esempio, il dovere di servire al meglio l'interesse del cliente si applica alla materia della remunerazione del personale delle imprese di investimento anche se questa è soggetta a norme specifiche (art. 24(10) MiFID II; artt. da 30 a 34 Direttiva (EU) 2019/2034 – Direttiva sulle imprese di investimento)⁴². Così facendo, questi ed altri principi si cumulano alle norme più specifiche, potenzialmente rendendone più stringente l'applicazione quando queste non siano in grado, da sole, di garantire il raggiungimento degli obiettivi di regolazione, tra cui in particolare la protezione degli investitori⁴³.

Sia quando essi svolgano una funzione di integrazione delle lacune normative, sia quando operino come criteri interpretativi, gli *standard* di condotta possono determinare applicazioni divergenti a

⁴¹ Sui limiti che i criteri generali di condotta possono comportare dal punto di vista dell'armonizzazione massima v. CIAN (nt. 37); LENER e LUCANTONI, *Sub art. 21*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, 378 ss.

⁴² Vedi in particolare l'art. 30(1)(e), che richiede alle imprese di investimento di avere politiche di remunerazione che evitino i conflitti di interesse.

⁴³ ENRIQUES e GARGANTINI (nt. 36). Ricorda come regole e principi di carattere generale possano dar luogo a incertezze interpretative, anche considerando che, nel nostro ordinamento, la giurisprudenza ritiene che tali principi (quali la tutela del cliente o la necessità, per gli intermediari, di dotarsi di procedure interne idonee a garantire correttezza e trasparenza) siano sufficienti a fondare misure sanzionatorie PROVIDENTI, *Il ruolo degli interventi giudiziari italiani ed europei come fonte del diritto dei mercati finanziari*, in PRINCIPE (a cura di), *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2021, 124 e 126.

livello nazionale⁴⁴. Si tratta di un esito inestricabilmente legato alla loro stessa funzione, in quanto la caratteristica della flessibilità è contemporaneamente il loro valore aggiunto, in termini di efficacia, e il loro svantaggio, in termini di coerenza tra ordinamenti. Rispetto ai loro equivalenti nel diritto nazionale (su cui v. infra, sezione 6.2), queste norme possono beneficiare, in punto di interpretazione, del meccanismo dei rinvii pregiudiziali della CGUE, dandosi luogo per tale via a un quadro normativo maggiormente coerente per tutta l'Unione. Tuttavia, la capacità dell'art. 267 TFUE di assicurare un'applicazione uniforme dei principi generali rimane limitata: basti si considerare che interpretazioni divergenti tra autorità di vigilanza raggiungono solo in maniera occasionale gli organi giurisdizionali nazionali, prima, e la CGUE, poi. Da questo punto di vista, la convergenza tra le prassi di vigilanza, su cui ora si concentrerà l'analisi, si presenta come un complemento indispensabile all'armonizzazione e, ancor più, all'uniformazione normativa.

5. Gli *standard* di condotta concedono ampi spazi interpretativi e disegnano, pertanto, aree in cui la discrezionalità delle autorità di vigilanza gioca un ruolo particolarmente spiccato. In questo caso, le incoerenze tra i regimi nazionali derivano da divergenze nell'applicazione delle disposizioni europee, anche qualora queste siano di armonizzazione massima o siano stabilite mediante regolamenti.

Al fine di limitare tali divergenze, la disciplina europea prevede talora misure, di varia natura e con varie posizioni all'interno nella gerarchia delle fonti, dirette a specificare le conseguenze degli standard generali di condotta, sia pur a volte riducendone la flessibilità. Gli esempi sono ancora una volta molti, ma questo lavoro si concentra solo su quelli in cui tale politica normativa lasci ancora spazio ad applicazioni nazionali divergenti. Ad esempio, gli emittenti possono posticipare la pubblicazione delle informazioni privilegiate che sono tenuti a divulgare quando – tra le altre condizioni – il ritardo sia funzionale alla tutela di propri legittimi interessi e non sia idoneo a fuorviare il pubblico (art. 17(4) MAR). Poiché espressioni quali “legittimi interessi” e “fuorviare il pubblico” sono piuttosto generiche, il Regolamento di livello 1 delega l'ESMA ad adottare linee guida che ne chiariscano il significato⁴⁵. Tuttavia, neppure questa soluzione ha portato a un'armonizzazione piena, in parte perché le linee guida si basano su un elenco di esempi “non esaustivo” e “indicativo” (art. 17(11) MAR), ciò che lascia sopravvivere significative incertezze con riguardo alla facoltà degli emittenti di ricorrere ad una divulgazione posticipata delle informazioni privilegiate. Così, ad esempio, mentre l'ESMA è incline a ritenere che il rimedio del ritardo abbia natura eccezionale⁴⁶, alcune autorità nazionali di vigilanza (ANV) hanno adottato un approccio più flessibile⁴⁷, forse per compensare le persistenti preoccupazioni legate all'adozione di un'unica definizione di informazione privilegiata sia nel contesto dell'abuso di informazioni privilegiate che in quello degli obblighi di informazione al mercato⁴⁸.

⁴⁴ LENER e LUCANTONI (nt. 41), 380; TUCCI, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 85.

⁴⁵ V. *ex multis* MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Torino, 2010, 86; DI NOIA e GARGANTINI, *Issues at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *ECFR*, 2012, 484 ss.; GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario segreto: quale equilibrio?*, *AGE*, 2013, 272; ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022, 149 ss.

⁴⁶ ESMA, *Policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation. Discussion Paper* (ESMA/2013/1649), 14 novembre 2013, § 304; Id., *Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information. Final Report* (ESMA/2016/1130), 13 luglio 2016, § 52.

⁴⁷ CONSOB, *Adozione delle Linee Guida in materia di “Gestione delle Informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento”*. *Relazione illustrativa*, 13 ottobre 2017, 7; Id. *Proposta di adozione di due comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative “Gestione delle Informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento”*. *Documento di consultazione*, 6 aprile 2017, 5 s. (ove si raccomanda agli emittenti di utilizzare regolarmente l'opportunità di ritardare la pubblicazione delle informazioni privilegiate).

⁴⁸ TECHNICAL EXPERT STAKEHOLDER GROUP (TESG) ON SMES, *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again. Final report* (maggio 2021), 74, disponibile su <https://ec.europa.eu>; COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted*

Anche in ragione di tali incertezze, la Commissione europea ha proposto, in primo luogo, di definire con più precisione i confini dell'obbligo di pubblicazione delle informazioni privilegiate, escludendolo con riguardo alle tappe intermedie di fattispecie a formazione progressiva ("processi prolungati", nella formulazione dell'articolo 7(2) e (3) MAR), allorchando tali tappe siano "collegate alla concretizzazione di una serie di circostanze o di un evento", e delegando alla Commissione stessa il potere di stabilire, mediante atto delegato, un "elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente la comunichi"⁴⁹. In secondo luogo, pur rimanendo il ritardo subordinato alla necessità di evitare un pregiudizio ai legittimi interessi dell'emittente, il requisito della mancata capacità di fuorviare il pubblico è sostituito da un elenco di ipotesi, nella sostanza riprese dalle già ricordate linee guida dell'ESMA, il cui elemento comune è il divieto di *venire contra factum proprium* da parte dell'emittente che intenda ritardare la pubblicazione dell'informazione, pur avendo in precedenza trasmesso segnali di contenuto opposto a tale informazione⁵⁰. Si tratta di previsioni la cui idoneità a ridurre le incertezze (e le divergenze) interpretative attuali resta da valutare, anche considerando che l'indicazione di un preciso momento di maturazione che l'informazione dovrebbe presentare per considerarsi idonea alla pubblicazione è compito spesso quasi impossibile, quantomeno con riguardo a procedimenti complessi (quali ad esempio una fusione) che senza dubbio necessitano di essere resi noti al mercato prima del loro formale perfezionamento.

In altri casi, la disciplina europea affronta aspetti più strettamente attinenti all'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte delle ANV. Ad esempio, la pubblicazione del prospetto richiede la sua approvazione preliminare e, in tale quadro, il diritto europeo specifica i criteri che l'ANV deve seguire nel relativo procedimento amministrativo: ai sensi del Regolamento sul prospetto occorre verificare l'uniformità, la coerenza e la completezza dei prospetti (art. 20 Regolamento sul prospetto)⁵¹. Poiché questi criteri si prestano a interpretazioni divergenti, pure in questo caso misure di rango inferiore specificano come le ANV debbano applicare ciascuno di essi. Ad esempio, per quanto concerne il controllo della comprensibilità, vengono elencati una serie di elementi che le ANV devono prendere in considerazione nel verificare se un investitore al dettaglio sia in grado di comprendere il contenuto del documento, anche alla luce di eventuali ripetizioni, della struttura del documento, della necessità di adottare un linguaggio semplice e di fornire spiegazioni nel caso siano impiegati termini tecnici (art. 37 Regolamento (UE) 2019/980).

La capacità di tali regole di ridurre le divergenze che caratterizzano la vigilanza delle singole ANV è, tuttavia, quantomeno dubbia. In primo luogo, queste previsioni non affrontano tutte le possibili fonti della divergenza tra prassi di vigilanza: ad esempio, esse non definiscono se – e in caso affermativo sulla base di quali documenti – le ANV debbano valutare la completezza di un prospetto anche alla luce di altre informazioni in loro possesso (art. 36)⁵². In secondo luogo, e soprattutto, le ANV sono espressamente autorizzate ad applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli sopra ricordati ogni qualvolta esse ritengano che ciò sia necessario per la tutela degli investitori (art. 40). Ancora una volta, la disciplina offre un margine flessibilità necessario a tutelare gli investitori da possibili lacune normative, ma apre anche la strada a interpretazioni divergenti. È noto tra gli studiosi e i professionisti come l'approvazione dei prospetti dia luogo a procedimenti molto diversi, per profondità e durata, a

Consultation – Listing Act: Making Public Capital Markets More Attractive for EU Companies and Facilitating Access to Capital for SMEs, Bruxelles, 19 novembre 2021, 36 s., disponibile su <https://ec.europa.eu>.

⁴⁹ COMMISSIONE EUROPEA (nt. 25), art. 2(38). Le previsioni indicate nel testo sono oggetto di discussione a livello di trilogò nel momento in cui si scrive.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ *Ex multis v.*, recentemente, PALMIERI, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 1310 ss.

⁵² ESMA, *Guidelines on disclosure requirements under the Prospectus Regulation* (ESMA32-382-1138) (4 marzo 2021), disponibile su <https://www.esma.europa.eu>.

seconda delle ANV coinvolte⁵³. Tra i fattori idonei a spiegare tali divergenze possono annoverarsi i regimi di responsabilità delle ANV, dato che le autorità e i loro esponenti maggiormente esposti al rischio di essere ritenuti responsabili per eventuali informazioni fuorvianti contenute nei prospetti possono comprensibilmente proteggersi attraverso un esame più rigoroso dei documenti loro sottoposti⁵⁴. Nuovamente, restano da valutare gli effetti che, su questo quadro, potranno produrre le misure che la Commissione europea ha proposto di introdurre perché possano essere specificate, tramite atti delegati, le circostanze nelle quali le ANV possano ricorrere a criteri aggiuntivi nella valutazione dei prospetti e, in tal caso, quali informazioni esse possano richiedere⁵⁵. Senz'altro più promettente è la definizione di un termine massimo entro il quale le ANV saranno tenute a completare il processo di valutazione del prospetto (termine non soggetto a proroga pur in presenza di richieste di informazioni supplementari⁵⁶), sebbene la pregressa esperienza italiana con riguardo a un termine massimo definito in modo analogo non abbia condotto a risultati particolarmente apprezzabili⁵⁷.

Anche norme che non si presentino come indeterminate possono peraltro prestarsi a interpretazioni difformi, in particolare quando esse contengano rinvii impliciti o espliciti alle leggi nazionali e, pertanto, non siano in grado di condurre a un'interpretazione autonoma a livello europeo. Ad esempio, una definizione chiave per la CMU è quella di valore mobiliare, definizione che è funzionale anche alla nozione di strumento finanziario e, quindi, di servizio di investimento e di sede di negoziazione, nonché, tra gli altri, dei servizi di *crowdfunding* (art. 4(1)(15), (24), (44) e Sezione C Allegato I MiFID II; art. 2(1)(a) e (m) Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding*). In proposito, basti considerare come una delle caratteristiche essenziali dei valori mobiliari sia la loro capacità di essere negoziati nei mercati di capitali. Tale elemento, tuttavia, può dipendere da quanto stabilito dalle discipline nazionali e dalla loro interpretazione, ciò che sovente conduce a classificazioni disomogenee per alcuni beni che presentino caratteristiche intermedie dal punto di vista della negoziabilità e della serialità, quali le quote di società a responsabilità limitata e i mutui⁵⁸.

Queste ed altre interpretazioni nazionali divergenti minano l'omogeneità del quadro normativo all'interno dell'Unione, impedendo la realizzazione di una caratteristica essenziale del *single rulebook* quale pilastro della CMU⁵⁹. Non si tratta solo di un tema di difformità del quadro

⁵³ ESMA, *Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities. Peer review report* (ESMA42-111-7170) (21 luglio 2022), 31-7, disponibile su <https://www.esma.europa.eu>; ALVARO *et al.*, *The Prospectus Regulation. The long and winding road*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2020, n. 22, 34-8, disponibile su <https://www.consob.it>.

⁵⁴ Per un'analisi comparatistica v. BUSCH *et al.* (a cura di), *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, Oxford, 2022.

⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA (nt. 25), art. 1(18).

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ V. Del. Consob 16840 del 19 marzo 2009 (volta, tra l'altro, a modificare il Reg. Emittenti introducendo termini massimi non soggetti a proroga per l'approvazione dei prospetti: art. 8(5)) e successivamente, Del. Consob 22423 del 28 luglio 2022 (con cui i suddetti termini sono stati abrogati).

⁵⁸ Sulle incertezze relative alla possibilità di qualificare le quote di s.r.l. come strumenti (e non solo come prodotti) finanziari v. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in questa *Rivista*, 2014, I, 699 ss. e spec. 712; CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 679; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, *ivi*, 1287 ss. (ove ulteriori ampi riferimenti); S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 79 ss. Sui mutui, per un'analisi comparata v. HAKVOORT, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, in ORTOLANI e LOUISSE (a cura di), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford, 2021, § 13.45-54; ESMA, *Annex - Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*, gennaio 2019, (ESMA 50-157-1384), parte 3, p. 4-11, disponibile su <https://www.esma.europa.eu>. Da ultimo MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: The Difficult Compromise between Harmonization, Client Protection and the 'Level Playing Field' (Arts 1-2, 46, 48-9, 51) in EAD*. (a cura di), *Regulation of European Crowdfunding Service Providers for Businesses. A Commentary*, Cheltenham, 2022, 59 ss.

⁵⁹ In generale sulla pervasività, in parte inevitabile, delle interpretazioni nazionali e, pertanto, sul ruolo degli attori nazionali nel perseguimento della CMU v. RISPOLI FARINA, *Il Testo Unico della finanza alla svolta del cambiamento?*, in PRINCIPE (nt. 43), 177 e 180.

competitivo che le differenze normative inevitabilmente comportano, ma anche e soprattutto di fattori che generano ostacoli di natura più diretta alla prestazione transfrontaliera di servizi finanziari qualora, per le ragioni che immediatamente si esploreranno, le ANV e gli organi giurisdizionali coinvolti diano indicazioni di vigilanza e, rispettivamente, interpretazioni contrastanti tra loro.

Per meglio comprendere questo ordine di conseguenze, si consideri la disciplina europea relativa all'attività di negoziazione per conto proprio. La maggior parte delle regole di condotta stabilite dalla MiFID II si applica solo ai servizi di investimento, ma il testo della Direttiva non fornisce alcuna definizione di tale concetto: al contrario, esso contiene un elenco di attività classificate collettivamente come "servizi e attività di investimento" (art. 4(1)(2) e Allegato I(A)). Alcuni tra gli elementi di questo elenco sono oggetto di definizioni più dettagliate, ma per nessuno di loro la Direttiva specifica se (e a quali condizioni) esso consista in un servizio o in un'attività di investimento. In linea di principio, ed ai limitati fini di questa analisi, può ritenersi che, nell'impianto normativo della MiFID II, sia da ritenersi "servizio" una serie coordinata di azioni eseguite nell'interesse di un cliente, mentre costituiscano "attività" le azioni che siano svolte nei confronti di un altro soggetto che si qualifica, da un punto di vista giuridico, come una controparte contrattuale verso la quale l'impresa di investimento non è vincolata da alcun dovere specifico di tutela⁶⁰. Si tratta, come evidente, di concetti in parte circolari, dato che essi includono elementi di disciplina nella delimitazione della definizione⁶¹. Anche per tali motivi, il confine tra le due situazioni può essere labile nell'applicazione concreta, come tipicamente accade, appunto, nel caso della negoziazione per conto proprio⁶². Questa è normalmente annoverata, soprattutto in ordinamenti diverso dal nostro, tra le "attività", anche in ragione dell'ampia esenzione, di cui essa beneficia, dalle regole di condotta altrimenti previste dalla MiFID II (art. 2(1)(d) MiFID II). Tuttavia, l'esenzione non si applica, tra le altre eccezioni, quando la negoziazione per conto proprio viene svolta nel contesto di un'esecuzione di ordini dei clienti (art. 2 (1)(d)(iv)): la previsione si spiega proprio in considerazione del fatto che, in tal caso, l'attività si combina con una forma di discrezionalità, relativa alle modalità di esecuzione dell'ordine, che dà luogo a un obbligo di tutela dell'interesse del cliente che si affida all'intermediario proprio per ottenere le migliori condizioni sul mercato (art. 27 MiFID II)⁶³.

Si tratta di un quadro normativo che lascia spazio ad ampie incertezze. Esse derivano, in particolare, dal fatto che accertare se un'impresa di investimento stia agendo per conto dei clienti e, quindi, stia eseguendo un ordine nel loro interesse richiede in primo luogo di comprendere le aspettative delle parti con riguardo ai loro rispettivi diritti e doveri e, in secondo luogo, di verificare se tali aspettative trovino protezione nei sistemi giuridici nazionali, come interpretati dalle ANV e dalle autorità giurisdizionali.

⁶⁰ Il tema ha ricadute sistematiche, che non possono essere approfondite oltre in questa sede, sul ruolo della cooperazione nei contratti di intermediazione finanziaria: v. nella nostra dottrina, ad es., GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in ID. (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 99 ss.; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 87 ss.; MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 63. Per un'analisi comparata v. BUSCH, *The Future of the Special Duty of Care in the Financial Sector – Perspectives from the Netherlands*, in *EBLR*, 2012, 473, 487-90. Cfr. Anche England and Wales Court of Appeal (Civil Division), *Ehrentreu v IG Index Ltd (Rev 1)* [2018] EWCA Civ 79 (ove si esclude l'esistenza di un dovere generalizzato di tutela della controparte nel diritto dei mercati finanziari).

⁶¹ Più in generale sulla difficoltà di differenziare i due insiemi e per la conclusione (comune nella dottrina e nella giurisprudenza italiana) per cui l'espressione "servizi e attività di investimento" debba essere considerata un'endiadi inscindibile v. GUACCERO e CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 126 s. Per una diversa lettura v. *infra*, nt. 64.

⁶² Ai sensi dell'art. 4(1)(6) MiFID II, per negoziazione per conto proprio si intende la "contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna capitale proprio".

⁶³ Si combinano con tali incertezze quelle relative al confine tra il fisiologico contrasto e il patologico conflitto di interessi tra le due controparti: v. ed es. recentemente DE POLI, *I conflitti di interesse e gli inducements*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 459 ss. e spec. 464.; SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (nt. 10), 473 ss.; LENER e LUCANTONI (nt. 41), 390 ss.

In alcuni casi, la MiFID II sembrerebbe poter chiarire questi dubbi con sufficiente chiarezza. È quanto accade, ad esempio, con riguardo al collocamento sul mercato primario di titoli di propria emissione da parte di banche e imprese di investimento: si tratta di operazioni qualificate *ex lege* come “esecuzione di ordini per conto dei clienti” (art. 4(1)(5) MiFID II; art. 41 Regolamento (UE) 2017/565). Eppure, anche con riguardo a questa previsione apparentemente lineare non mancano incertezze. Una parte della dottrina ritiene, infatti, che le banche e le imprese di investimento non siano soggette al regime relativo all’esecuzione degli ordini quando agiscano nel mercato primario solamente in qualità di emittenti, senza appunto offrire un servizio al cliente⁶⁴. In proposito, la CGUE ha tuttavia adottato un approccio che riconosce ampia tutela dell’investitore, confermando che qualsiasi operazione di collocamento strumenti finanziari di propria emissione da parte di una banca o un’impresa di investimento debba essere considerata come un servizio⁶⁵. Altre interpretazioni, peraltro, estendono ancor di più l’ambito di applicazione della norma, arrivando a ritenere che la stessa emissione di strumenti finanziari possa configurare un’attività professionale e, pertanto, sia in grado di per sé di qualificare l’emittente come impresa di investimento soggetta al regime della MiFID II⁶⁶.

Le incertezze riguardo ai confini tra servizi e attività di investimento in relazione alla negoziazione per conto proprio possono essere ancora più pervasive sul mercato secondario. Qui, il dubbio circa il fatto che l’impresa stia agendo per conto del cliente ovvero come semplice controparte contrattuale non è affrontato da alcuna esplicita previsione normativa in ambito europeo. La questione non può essere affrontata estesamente in questa sede⁶⁷, ma ai fini dell’analisi è utile ricordare che gli orientamenti forniti al mercato dalle autorità europee non sono, su questa materia, sempre univoci. La Commissione ha tradizionalmente sostenuto la posizione per cui ogni soggetto che interagisca con un’impresa di investimento nel quadro di un contratto dovrebbe essere considerato un cliente e non, semplicemente, una mera controparte contrattuale, potendo pertanto beneficiare del livello di protezione che ne deriva⁶⁸. Più recentemente, anche l’ESMA ha affrontato la questione, ma solo in relazione a specifici aspetti della disciplina, tra cui la definizione di internalizzatore sistematico. Questo tipo di impresa di investimento negozia per conto proprio “in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale [...] eseguendo gli ordini del cliente al di fuori” di una sede di negoziazione (art. 4(1)(20) MiFID II). A tal proposito, l’ESMA è del parere che un’impresa di investimento stia sempre eseguendo ordini per conto del cliente, ai sensi della definizione di internalizzatore sistematico, quando la sua controparte non si sia una controparte qualificata. In caso contrario, (solo) una delle due controparti qualificate coinvolte (può e) deve essere considerata come esecutrice di ordini per conto del cliente, tale parte dovendo essere determinata – con classificazione da compiersi controparte per controparte ovvero operazione per operazione – sulla base di elementi quali l’identità dell’impresa che avvia l’ordine o lo esegue ovvero di qualsiasi altra indicazione che suggerisca come una delle due parti abbia fatto affidamento sull’altra per la tutela del proprio interesse⁶⁹.

⁶⁴ In termini generali, ma di fatto con riferimento all’ordinamento olandese, v. LIEVERSE, *The Scope of MiFID II*, in BUSCH e FERRARINI (nt. 36), 29-30.

⁶⁵ CGCE, C-688/15, *Anisimovienė e altri (Snoras)*, 22 marzo 2018. Per un’analisi v. BUSCH, *Self-placement, dealing on own account and the provision of investment services*, in *CMLJ*, 2019, 4. Tendenzialmente sulla medesima linea interpretativa GUACCERO e CIOCCA (nt. 61), 133 ss.

⁶⁶ Questa era, in particolare, l’interpretazione della britannica FCA, *The Perimeter Guidance Manual*, giugno 2021, Q15A. Sul rapporto tra emissione di strumenti finanziari e professionalità nell’esercizio dei servizi e attività di investimento v. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 668.

⁶⁷ Per un’ampia analisi si veda DANNY BUSCH, *Agency and Principal Dealing under the Markets in Financial Instruments Directive*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2017, 337.

⁶⁸ Con alcune eccezioni limitate al regime di *best execution* nel caso in cui non vi sia un eseguito per conto di un cliente. In questo caso, la Commissione ritiene vi sia una presunzione che l’impresa di investimento stia agendo per conto di un cliente quando quest’ultimo si qualifichi come al dettaglio: COMMISSIONE EUROPEA, *Answers to CESR scope issues under MiFID and the implementing directive* (Working Document ESC-07-2), disponibile su <https://ec.europa.eu>.

⁶⁹ ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics* (ESMA70-872942901-35) (20 maggio 2022), Q 7.7, disponibile su <https://www.esma.europa.eu>.

Volendo trarre qualche conclusione preliminare in materia di integrazione normativa dei mercati finanziari, questo genere di divergenze interpretative fra autorità di vigilanza sembrano essere in larga misura inevitabili, almeno nell'assetto attuale in cui l'ESMA ha limitati compiti di vigilanza diretta e le ANV svolgono ancora un ruolo centrale⁷⁰. Alcuni specifici poteri dell'ESMA, finalizzati a facilitare la convergenza delle prassi di vigilanza, possono aiutare ad affrontare il problema ma difficilmente possono risolverlo (v. artt. 1(5)(g) e 8(1)(b) Regolamento (UE) n. 1095/2010). In particolare, orientamenti, raccomandazioni e documenti di “domanda e risposta” possono ridurre ulteriormente la divergenza tra le interpretazioni delle ANV (artt. 16 e 16-ter)⁷¹, mentre misure più specifiche come lo scambio di informazioni, i gruppi di coordinamento e le verifiche *inter pares* non sembrano ancora aver sviluppato tutto il loro potenziale (artt. 29 e 30).⁷² Tuttavia, resta il fatto che l'ESMA non può sostituirsi alle valutazioni discrezionali delle autorità locali, al contrario di quanto accade nell'EBU, dove anche per le banche più piccole la BCE può fornire istruzioni alle ANV o esercitare direttamente i poteri funzionali a garantire l'applicazione uniforme delle regole di vigilanza prudenziale (art. 6 (5) Regolamento (UE) n. 1024/2013)⁷³.

Vi sarebbe in ogni caso un limite strutturale al livello di omogeneità normativa raggiungibile mediante la convergenza (o addirittura l'accentramento) della vigilanza: né l'ESMA, né le ANV, né il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (*European System of Financial Supervision* – ESFS) nel suo complesso hanno il monopolio dell'interpretazione e dell'applicazione delle regole della CMU, trattandosi di funzione condivisa con gli organi giurisdizionali. Il ruolo della giurisprudenza ha conseguenze notevoli nella CMU, dato che il contenzioso tra privati gioca un ruolo più ampio rispetto a quanto non accada nell'EBU, ove la tipica controversia oppone più frequentemente entità vigilate e ANV. La sezione successiva affronta alcune delle implicazioni di tale constatazione.

6. L'ultima causa delle divergenze tra ordinamenti nazionali che merita di essere approfondita in questa sede è una diretta conseguenza del rapporto, non sempre di agevole ricostruzione, tra le previsioni normative che compongono la CMU, da un lato, e i rimedi applicabili in caso di loro violazione, dall'altro. Mentre le regole della CMU sono in gran parte definite a livello europeo, la relativa attuazione (*enforcement*) rientra tendenzialmente in aree ancora rimesse alla sovranità degli Stati membri. A tal proposito, vale la pena considerare due esempi: il primo riguarda le opzioni implicite o esplicite che la CMU rimette agli Stati membri circa gli strumenti di attuazione delle sue previsioni; il secondo è invece peculiare al ruolo dell'*enforcement* privato e deriva dal ruolo che gli organi giurisdizionali svolgono in tale contesto⁷⁴. I due esempi sono approfonditi in quest'ordine nei paragrafi successivi.

6.1. Alcuni ambiti di divergenza normativa ancora esistenti nella CMU derivano, come anticipato, dai residui margini di scelta che gli Stati membri hanno a disposizione nella selezione degli strumenti

⁷⁰ Attualmente, l'ESMA ha poteri di vigilanza diretta, tra l'altro, sulle agenzie di rating del credito (art. 15 Regolamento (CE) 1060/2009), sui repertori di dati commerciali (art. 55 Regolamento (UE) 648/2012 – EMIR; art. 5 Regolamento (UE) 2015/2365 sulle operazioni di finanziamento tramite titoli - SFTR), sui servizi di comunicazione dati (art. 27b Regolamento (UE) 600/2014 – MiFIR) e sui repertori di cartolarizzazione (art. 10 Regolamento (UE) 2017/2402). Più recentemente, si sono aggiunti i revisori esterni per le obbligazioni verdi europee (artt. 22 ss. Regolamento (UE) 2023/2631). Sulla portata limitata di tali poteri v. ad es. ANNUNZIATA, *La supervisione sul mercato dei capitali dopo due crisi: notarelle minime*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, spec. 110 ss. Sull'evoluzione dei poteri di vigilanza diretta anche in chiave prospettica v. recentemente CAPPIELLO, *Le “metamorfosi” del sistema europeo di supervisione finanziaria*, *ivi*, 258.

⁷¹ Sul ruolo cruciale delle ESAs nell'assicurare una coerente applicazione delle norme europee v. SICLARI (nt. 16), 484.

⁷² MOLONEY, *The Age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Hart, Oxford, 2018.

⁷³ ANNUNZIATA e LAMANDINI, *“Questo è un nodo avviluppato”: divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario?*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 34.

⁷⁴ Sulla distinzione, che tende in parte a scolorire, tra strumenti di tutela amministrativi e civilistici v. TUCCI (nt. 44), 86 ss.

di attuazione delle previsioni eurounitarie. Si tratta di una considerazione valida per ciascuna delle tre tradizionali forme di rimedio: penale, amministrativa e privata. In questo paragrafo si affronterà la bipartizione tra rimedi penali e amministrativi, mentre nella prossima si approfondirà il rapporto tra rimedi di diritto pubblico e privato.

Si pensi, per focalizzarsi sull'alternativa tra rimedi penali e amministrativi, alla disciplina relativa all'abuso o alla comunicazione illecita di informazioni privilegiate e alla manipolazione di mercato. Questa disciplina vincola gli Stati membri a prevedere l'applicazione di sanzioni quanto meno nei casi in cui tali violazioni si caratterizzino per l'elemento doloso e per la loro gravità (art. 3, 4 e 5 Direttiva 2014/57/UE – *Market Abuse Directive II* o, brevemente, MAD II)⁷⁵. Per le stesse violazioni, gli Stati membri possono invece stabilire se prevedere anche una sanzione amministrativa⁷⁶. Gli abusi di mercato meno gravi possono invece essere puniti con la sola sanzione amministrativa (art. 30(1) MAR)⁷⁷. I margini di scelta che tali previsioni lasciano agli Stati membri possono determinare una certa diversità fra i rimedi applicabili in caso di violazione delle regole della CMU. Inoltre, esse creano alcune incertezze con riguardo al corretto coordinamento delle sanzioni penali e amministrative quando le due coesistono e l'entità di queste ultime – come spesso accade considerando i limiti edittali nel Regolamento MAR – sia tale da qualificarle come sostanzialmente penali ai fini del principio del *ne bis in idem*. Nessuno dei due profili sembra, tuttavia, sollevare problemi insormontabili.

Per quanto riguarda le divergenze nazionali legate alla natura delle sanzioni adottate, non sembra che il quadro europeo dia luogo a rischi significativi di arbitraggio normativo: i rimedi sembrano essere in ogni caso sufficientemente dissuasivi grazie al livello di armonizzazione che MAR e MAD II insieme garantiscono. Al contempo, tali divergenze sono limitate alla natura e all'entità delle sanzioni e non alla definizione delle condotte lesive: pertanto, esse non incidono sull'uniformità delle condotte punite e delle procedure che, su tali basi, i partecipanti al mercato finanziario adottano per attenersi ai precetti normativi.

Per quanto riguarda il divieto di *bis in idem*, invece, la giurisprudenza – in particolare quella della CGUE – si è dimostrata piuttosto efficace nell'affrontare il complesso rapporto tra sanzioni (formalmente) penali e sanzioni amministrative (ma sostanzialmente penali)⁷⁸. Anche se alcune incertezze permangono, gli orientamenti finora adottati hanno affrontato molte preoccupazioni riguardanti il coordinamento sostanziale e procedurale delle due categorie di sanzioni. Fra queste, la CGUE ha chiarito, in linea con la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo⁷⁹, che la *res iudicata* riguardante una sanzione penale è difficilmente compatibile con la prosecuzione di un procedimento riguardante la sanzione amministrativa (ma sostanzialmente penale) per gli stessi fatti⁸⁰. L'applicazione congiunta delle due sanzioni può avvenire, secondo la Corte, nel rispetto di

⁷⁵ L'abuso di informazioni privilegiate è considerato grave quando ha un impatto elevato in termini di danno all'integrità del mercato, di profitto ottenuto o di perdita evitata, di livello di danno causato al mercato, o di valore degli strumenti finanziari negoziati (considerando 12 MAD II). Criteri simili, combinati con il livello di alterazione dei prezzi, si applicano alla manipolazione del mercato (considerando 13 MAD II).

⁷⁶ Anche i tentativi richiedono una sanzione penale: art. 14 e 15 MAR e art. 6 MAD II.

⁷⁷ Per una valutazione positiva di questo regime opzionale si veda ESMA, *MAR Review Report* (ESMA70-156-2391), 23 settembre 2020, 145.

⁷⁸ Ciò non toglie, naturalmente, che tali indirizzi possano trovare difficoltà a farsi spazio a livello nazionale. Per l'Italia v. ad es., recentemente, FR. D'ALESSANDRO, *Market Abuse*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 2238 ss.; PERASSI e D'AMBROSIO, *Le sanzioni amministrative*, *ivi*, 2286 ss. e 2308 s.

⁷⁹ CtEDU (General Court), *A and B v. Norway*, (24130/11 & 29758/11) (15 novembre 2016)

⁸⁰ CGCE, C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e Zecca*, 20 marzo 2018 (con riguardo a un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate in cui il procedimento penale aveva condotto al giudicato dell'assoluzione mentre il procedimento relativo alla sanzione amministrativa era ancora in corso); CGCE, C-537/16, *Garlsson Real Estate et al.*, 20 marzo 2018 (con riguardo a una condanna in sede penale per manipolazione del mercato passata in giudicato prima della sanzione amministrativa). Su questa giurisprudenza v. *e multis* PROVIDENTI (nt. 43), 129 ss. V. anche, in precedenza, CGCE, C-45/08, *Spector Photo Group e Van Raemdonck*, 23 dicembre 2009. Cfr. anche LUCHTMAN, *The CJEU's Recent Case Law on Ne Bis In Idem: Implications for Law Enforcement in A Shared Legal Order*, in *CMLR*, 2018, 1717.

rigorosi requisiti di proporzionalità, fra cui la prevedibilità del regime sanzionatorio e il coordinamento procedurale e sostanziale dei due procedimenti. La finalità della disciplina è quella di ridurre al minimo l'onere per la persona accusata attraverso lo scambio di informazioni tra gli organi competenti e, rispettivamente, lo scomputo della sanzione amministrativa precedente quando si quantifichi quella penale successivamente irrogata⁸¹.

Di non altrettanto facile gestione sono, invece, alcuni profili relativi al coordinamento transfrontaliero delle attività di vigilanza. Ancora una volta, il Regolamento MAR fornisce un buon esempio: per garantire l'efficace individuazione e repressione delle condotte illecite, il regime europeo sulle violazioni amministrative in materia di abusi di mercato attribuisce le relative competenze sia alla ANV dello Stato membro in cui è stabilita la sede di negoziazione, sia alla ANV dello Stato membro in cui hanno avuto luogo le attività potenzialmente idonee a configurare un abuso (art. 22 MAR). La giurisdizione concorrente caratterizza anche il regime penale, in relazione al quale i poteri di indagine e punizione spettano sia all'autorità dello Stato membro in cui la violazione è stata perpetrata, sia all'autorità dello Stato membro in cui le persone accusate hanno la propria residenza abituale (art. 10 MAD II). Se, da un lato, questa impostazione riduce la probabilità che gli abusi di mercato rimangano impuniti, dall'altro essa solleva alcune perplessità.

In primo luogo, il cumulo delle competenze aumenta il rischio di interpretazioni contrastanti da parte delle ANV – il ruolo dell'ESMA nel promuovere la convergenza nella vigilanza è fondamentale a questo proposito ma, come abbiamo visto, non sempre è sufficiente a garantire un perfetto coordinamento. Il rischio di interpretazioni confliggenti è in qualche misura affrontato con riguardo alla disciplina per gli emittenti. Per alcune disposizioni che si applicano alle società quotate, infatti, il Regolamento MAR identifica un'unica ANV competente⁸². Si tratta, tuttavia, di casi isolati, poiché queste norme sul conflitto tra leggi non si applicano espressamente a tutte le disposizioni riguardanti gli emittenti, né simili previsioni si rinvengono per i partecipanti al mercato che emittenti non siano.

In secondo luogo, la definizione di competenze e giurisdizioni concorrenti aumenta il rischio di procedimenti paralleli. Anche prima che la formazione della *res iudicata* renda il tema rilevante ai fini del *bis in idem*, indagini e procedimenti paralleli possono aumentare i costi sia per lo Stato sia per i partecipanti al mercato. Il Regolamento MAR affronta in qualche misura questi problemi, con previsioni che si limitano per lo più a definire un quadro normativo per lo scambio di informazioni tra le ANV e, soprattutto, a stabilire il dovere delle ANV di coordinarsi per evitare duplicazioni e sovrapposizioni quando violazioni transfrontaliere diano luogo a sanzioni amministrative (art. 25 MAR; art. 31-ter Regolamento (UE) n. 1095/2010)⁸³. Tuttavia, non esistono analoghe disposizioni che supportino il coordinamento dei procedimenti sanzionatori di carattere amministrativo con i procedimenti penali, né vi sono specifici strumenti di coordinamento dei procedimenti penali tra loro. Al contrario, quando vi è un processo pendente (o è stata pronunciata sentenza penale), le ANV possono rifiutarsi di scambiare informazioni con le autorità di vigilanza degli altri Stati membri (art. 25 MAR).

Pertanto, per la gestione di potenziali conflitti positivi e negativi tra procedimenti penali, o tra questi ultimi e i procedimenti amministrativi, occorre fare riferimento a misure di portata generale quali l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea o l'art. 54 della Convenzione del 1990 attuativa dell'accordo di Schengen del 1985, le quali comunque non forniscono indicazioni specifiche in questa materia. Gli strumenti europei che facilitano la reciproca assistenza giudiziaria e il reciproco riconoscimento delle sentenze in materia penale hanno, invece, una portata limitata,

⁸¹ CGCE, *Garlsson* (nt. 80).

⁸² Si vedano ad esempio gli artt. 17(3) MAR e 6 Reg. (UE) 2016/522 (che individua l'ANV per la notifica di un ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate sulla base della sede legale dell'emittente).

⁸³ V. anche COMMISSIONE EUROPEA (nt. 25), ove si prevede l'istituzione di piattaforme di collaborazione per rafforzare il coordinamento tra l'ESMA e le autorità nazionali in caso di preoccupazioni riguardanti l'integrità dei mercati o il buon funzionamento degli stessi (art 25-ter, sub art. 2(43)).

poiché in linea di principio non riguardano le sanzioni e i procedimenti formalmente amministrativi⁸⁴. Inoltre, il riconoscimento delle misure penali adottate in altri Stati membri è obbligatorio solo al livello delle sentenze definitive, mentre rimane facoltativo per i procedimenti pendenti (si veda ad esempio l'art. 3(1)(2) della Decisione quadro 2002/584/GAI – sul mandato d'arresto europeo e l'art. 13(1)(a) della Decisione quadro 2008/978/GAI – sul mandato di prova europeo). Altrettanto incapaci di assicurare un perfetto coordinamento sembrano, secondo autorevole dottrina, la Decisione quadro sulla prevenzione e la risoluzione dei conflitti relativi all'esercizio della giurisdizione nei procedimenti penali (2009/948/GAI) e la decisione Eurojust (2002/187/GAI)⁸⁵. Di conseguenza, l'esito dei diversi procedimenti nazionali può portare a una situazione in cui la sanzione effettivamente irrogata, tra quelle comminate dai diversi Stati membri, è semplicemente quella che passa in giudicato per prima⁸⁶.

La difficile identificazione della legge applicabile e della competenza sui rimedi in caso di violazioni può anche ostacolare, in sede amministrativa, il coordinamento tra le ANV. Per esempio, la legge applicabile ai diritti degli azionisti definiti dalla Direttiva 2007/36/CE (*Shareholder Rights Directive* – SHRD) è quella dello Stato membro in cui la società quotata ha la propria sede legale (art. 1(2), par. 1, SHRD)⁸⁷. Questo criterio di collegamento non è facilmente adattabile agli intermediari che mantengono conti titoli per conto degli azionisti – quali le società di gestione accentrata, le banche e le imprese di investimento – e alle prestazioni che questi sono chiamati a compiere nell'interesse degli azionisti (art. 2(1)(d) SHRD), dato che in tal caso ciascun intermediario potrebbe essere tenuto ad applicare regole parzialmente difformi a seconda dell'ordinamento di origine dell'emittente degli strumenti finanziari registrati nei conti.

In assenza di norme specifiche in materia, l'unica lettura possibile della SHRD è, inoltre, che anche la ANV debba essere determinata sulla base dello stesso fattore di collegamento (poiché le ANV normalmente non applicano leggi straniere)⁸⁸. Nuovamente, si tratta di un criterio perfettamente logico allorché si tratti di individuare la legge applicabile ai diritti degli azionisti, dato che questi seguono inevitabilmente il diritto societario, ma che dal un punto di vista delle procedure che i depositari devono adottare per garantire l'esercizio di tali diritti rende gli intermediari soggetti non solo, come detto, alla disciplina di tante leggi, ma anche alla vigilanza di tante ANV, quanti sono i paesi in cui hanno sede le società quotate in cui i loro clienti hanno investito. Tale soluzione è con tutta evidenza inefficiente, a causa del rischio di regole e interpretazioni contrastanti a cui essa dà luogo (artt. 3a-3f SHRD). Ancora una volta, il ruolo di coordinamento dell'ESMA sarà cruciale, benché siano gli organi giurisdizionali nazionali – e auspicabilmente, in alcuni casi, la CGUE – ad avere l'ultima parola circa la sussistenza della relativa competenza in capo a una ANV.

6.2. Ancora più complicato è il quadro normativo relativo ai rimedi civilistici: si tratta di un'altra area in cui persistono divergenze nazionali. Pure in tal caso, come subito si vedrà, le criticità hanno

⁸⁴ Vedi comunque, per l'esecuzione delle sanzioni, la decisione quadro 2005/214/GAI del Consiglio, e la CGCE, C-60/12, *Baláž*, 14 novembre 2013.

⁸⁵ Vedi VERVAELE, *Ne Bis In Idem: Towards a Transnational Constitutional Principle in the EU?*, in *Utrecht Law Rev.*, 2013, 211, 222 (secondo cui la Decisione quadro del 2009 non contiene alcuna regola che definisca la priorità nel conflitto tra giurisdizioni, né criteri rigorosi che supportino forme di soluzioni coordinate dei conflitti)

⁸⁶ GARGANTINI, *Public Enforcement of Market Abuse Bans. The ECtHR Grande Stevens Decision*, in *J. Fin. Reg.*, 2015, 149.

⁸⁷ Criteri diversi si applicano agli investitori istituzionali, ai gestori patrimoniali e ai consulenti per le deleghe (art. 1(2), 2° par., SHRD).

⁸⁸ In generale BENEDETTELLI, *Profili internazionalprivatistici della disciplina comunitaria dei mercati finanziari: la Direttiva MIFID tra conflitti di legge e conflitti di giurisdizione*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 39; con riferimento alla disciplina dei diritti degli azionisti v. BARTOLACELLI *et al.*, *Article 14a and 14b: Enforcement of SRD II Provisions*, in BIRKMOSE e SERGAKIS (a cura di), *The Shareholder Rights Directive II*, Cheltenham, 2021, § 13.16-17.

spesso origine non già da quelle divergenze in quanto tali, quanto piuttosto dalla disciplina relativa ai conflitti tra norme. Infatti, la disciplina della CMU tende a lasciare agli Stati membri ampi margini di scelta nel definire i rimedi civilistici applicabili in caso di violazione delle sue previsioni, a condizione che siano rispettati i principi di equivalenza e di effettività⁸⁹. Un elemento essenziale a tal proposito è la relazione tra diritto europeo e regole di condotta definite dal diritto privato nazionale. Si tratta di un'area in cui persistono divergenze sostanziali tra gli Stati membri: di seguito, ci si limita ad analizzare quelle relative alla MiFID II, con finalità illustrative e senza pretesa di esaustività⁹⁰.

Nel complesso, la MiFID II ha rafforzato il ruolo dei rimedi privatistici, imponendo agli Stati membri di prevedere un'obbligazione risarcitoria o altre misure correttive per eventuali perdite pecuniarie o danni subiti a seguito di una violazione delle disposizioni ivi contenute (art. 69(2) MiFID II)⁹¹. Tuttavia, pur dopo il recepimento della Direttiva, permangono significative differenze tra gli Stati membri in cui le violazioni assicurano automaticamente l'accesso a un rimedio civilistico, da un lato, e quelli in cui ciò non avviene, dall'altro. Nel primo gruppo di paesi, le disposizioni di attuazione della MiFID II sono spesso considerate direttamente o indirettamente parte delle norme contrattuali che vincolano le imprese di investimento⁹². Nel secondo gruppo, la distinzione tra diritto pubblico e diritto privato riveste una rilevanza maggiore, cosicché la violazione delle previsioni adottate in recepimento della MiFID II, la quale ha di per sé un forte connotato gius-pubblicistico, può non essere sufficiente a fondare un rimedio di carattere restitutorio o risarcitorio in assenza di una concorrente violazione, da dimostrare separatamente, di carattere civilistico⁹³.

Le differenze tra Stati membri sono tuttavia ancor più ampie di quanto questa distinzione generale suggerirebbe. Infatti, occorre considerare che all'interno dello stesso paese la previsione di rimedi privatistici per le violazioni della MiFID II può dipendere dalla specifica regola violata o dalla natura dell'attore coinvolto. Alcuni ordinamenti, infatti, pur ammettendo una responsabilità civilistica in caso di violazione delle norme di condotta di dettaglio che recepiscono la MiFID II, la escludono con riguardo alle violazioni di criteri generali, quali il dovere di servire al meglio l'interesse della clientela (nonostante il ruolo che queste svolgono nell'economia della Direttiva, come indicato nella sezione 4). Negli Stati membri che seguono questo modello – che è stato etichettato come “modello di sostituzione”⁹⁴ – gli standard non sono considerati sufficientemente specifici da fondare autonomamente rimedi privatistici e si limitano, pertanto, ad avere un rilievo gius-pubblicistico⁹⁵. In altri casi, le limitazioni ai rimedi privatistici possono dipendere, invece, dalla natura del soggetto danneggiato. Il Regno Unito ha fornito in passato un esempio interessante al riguardo, in quanto la

⁸⁹ Sulla MiFID I si veda CGCE, C-604/11, *Genil*, 30 maggio 2013, § 57 (i principi di equivalenza ed effettività vincolano gli Stati membri nella determinazione delle conseguenze di diritto privato delle violazioni della MiFID I). In generale VEIL, *Investment Services*, in ID. (a cura di), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2022, 573 ss.

⁹⁰ Per un'analisi più approfondita v. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, Oxford, 2018. Con riguardo al complesso rapporto tra regole di armonizzazione e diritto privato nazionale nel medesimo ambito v. anche WALLINGA, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Private Law*, Cham, 2020, 71 ss.

⁹¹ La previsione ricordata nel testo può essere intesa come una specificazione del principio generale di efficacia del diritto europeo: proprio su tale base, alcuni studiosi avevano raggiunto conclusioni analoghe a quelle poi confermate dalla CGUE e dalla MiFID II già sotto il regime precedente: TISON, *The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective*, in GRUNDMANN *et al.* (a cura di), *Unternehmen, Markt und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlino, 2010, 2621, 2624.

⁹² È il caso, tra gli altri, di Francia, Spagna e Italia (vedi BONNEAU, *France*, 114; LÓPEZ SÁNCHEZ *et al.*, *Spain*, 177; F. ROSSI e GARAVELLI, *Italy*, 139 s., tutti in BUSCH e VAN DAM (a cura di), *A Bank's Duty of Care*, Oxford, 2017).

⁹³ Questo è il caso, tra gli altri, della Germania e, in misura minore, dei Paesi Bassi (vedi rispettivamente BINDER, *Germany*, 72 s., e BUSCH *et al.*, *Netherlands*, 209, entrambi in BUSCH e VAN DAM (nt.92). Cfr. anche VEIL (nt. 89), 575.

⁹⁴ CHEREDNYCHENKO, *Public Regulation, Contract Law, and the Protection of the Weaker Party: Some Lessons from the Field of Financial Services*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2014, 663, 671.

⁹⁵ MÜLBERT, *The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client-Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective*, in FERRARINI e WYMEERSCH (nt. 22), 308 (secondo cui le norme di carattere generale stabilite dall'art. 19(1) MiFID I non erano ulteriormente dettagliate dalle disposizioni di livello 2 e non potevano pertanto giustificare l'integrazione dei doveri informativi stabiliti dalla dir. 2006/73/CE).

legittimazione ad agire in sede civile per alcune violazioni delle regole di condotta è stata concessa senza restrizioni solo alle persone fisiche che avessero subito un danno al di fuori dello svolgimento di un'attività professionale⁹⁶. Pur dopo la Brexit, l'esempio del Regno Unito continua a dimostrare come diversi modelli di disciplina dei rimedi privatistici siano compatibili con il diritto europeo.

Per completezza, occorre tuttavia precisare che non sempre il livello effettivo di tutela degli investitori si presenta tanto difforme, tra i diversi paesi, quanto la sintetica ricostruzione che precede potrebbe suggerire⁹⁷, ciò che riduce in parte i rischi di arbitraggio normativo. Al contempo, alcune incoerenze sembrano al momento inevitabili, considerando che la perfetta omogeneità tra ordinamenti richiederebbe un'armonizzazione più pervasiva dei principi generali del diritto civile, obiettivo che al momento non sembra essere all'orizzonte. Il tema non può che essere appena accennato in questa sede, ma merita segnalare come esso si inquadri nella più ampio tema del complesso rapporto tra istituti giuridici nazionali, quali la causa del contratto e il controllo di meritevolezza di tutela, e piena omogeneizzazione del diritto europeo dei mercati finanziari. Da un lato, infatti, un uso non accorto di tali istituti può dar luogo a divergenze⁹⁸. Dall'altro, la flessibilità che tali istituti recano con sé può, come detto, ridurre le conseguenze che le diversità tra i sistemi giuridici nazionali inevitabilmente comportano: del resto, perfino ordinamenti perfettamente allineati sulla carta anche sotto i profili ora in esame darebbero verosimilmente luogo a esiti almeno in parte discordanti all'atto pratico⁹⁹, ciò che rende l'obiettivo di una piena e perfetta armonizzazione probabilmente impossibile¹⁰⁰.

Quel che qui preme sottolineare è che, al netto delle difformità tra i regimi civilistici nazionali, occorre piuttosto adeguare l'ordinamento europeo per rimuovere le difficoltà che sorgono allorché il medesimo partecipante al mercato sia soggetto a interpretazioni diverse e possibilmente conflittuali¹⁰¹. Questa situazione può facilmente verificarsi proprio nell'interpretazione degli *standard* di condotta, i quali per propria natura si prestano a letture divergenti a seconda dei contesti nazionali. In altri termini, un efficiente regime di armonizzazione negativa può in parte aiutare a gestire le divergenze che l'armonizzazione positiva non è in grado di rimuovere (o, se si preferisce, le diversità che è bene mantenere). Ad esempio, il dovere di agire con diligenza è stato considerato in giurisprudenza quale fonte di responsabilità degli intermediari perché, in base ad esso, sono stati ritenuti sussistere doveri d'informazione più severi di quelli definiti esplicitamente dal diritto europeo. Così, la divulgazione di informazioni inerenti allo specifico strumento finanziario oggetto del contratto è stata per tale via ritenuta necessaria anche quando il diritto europeo si limitava a richiede, più genericamente, che tali informazioni riguardassero più genericamente il tipo di strumento finanziario¹⁰². Sulla stessa linea, alcune sentenze hanno ritenuto – facendo in questo caso leva sull'istituto della causa del contratto – che le imprese di investimento fossero obbligate a

⁹⁶ Art. 138D Financial Services and Markets Act 2000. V. TISON (nt. 91), 2631; CHEREDNYCHENKO (nt. 94), 670. Per un caso pratico v. il caso scozzese Court of Session [2012] CSOH 133, 21 agosto 2012, (*Grant Estates Ltd. (in liquidation) and others v Royal Bank of Scotland plc and others*) §§ 31-48 (criticamente BUSCH (nt. 67)).

⁹⁷ BUSCH, *Why MiFID matters to private law - the example of MiFID's impact on asset manager's civil liability*, in *CMLJ*, 2012, 398-9; per un'analisi comparata v. TISON (nt. 91), 2624 e 2630-2.

⁹⁸ Per una rassegna critica v., *ex multis*, BARTALENA (nt. 37), 409 ss. Per considerazioni circa la difficile conciliabilità tra il concetto di causa nell'ordinamento italiano e l'armonizzazione del diritto dei mercati finanziari v. PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, 259 s.

⁹⁹ Per tale ragione, autorevole dottrina ha dimostrato l'impossibilità dei trapianti normativi (LEGRAND, *The Impossibility of Legal Transplants*, in *Maastricht J. Eur. Comp. Law*, 1997, spec. 117: l'autore deve quest'indicazione al prezioso suggerimento di un anonimo *referee*).

¹⁰⁰ ID., *European Legal Systems Are Not Converging*, in *ICLQ*, 1996, 52.

¹⁰¹ TISON (nt. 91), 2633; MÜLBERT (nt. 95), 318 s. (entrambi gli Autori sostengono che i giudici nazionali dovrebbe astenersi dall'applicare il diritto privato locale nell'interpretazione delle norme sulla libera prestazione di servizi finanziari transfrontalieri).

¹⁰² MÜLBERT (nt. 95), 317; BINDER (nt. 93), 74-5; BUSCH (nt. 97), 396.

condividere informazioni relative agli scenari probabilistici da esse utilizzati per determinare il *fair value* di strumenti finanziari complessi quali gli *swap* sui tassi di interesse¹⁰³.

Un altro caso esemplare sono le diverse interpretazioni relative all'attività di negoziazione per conto proprio, nonché le conseguenze che queste divergenze determinano sull'applicazione delle disposizioni della MiFID II (come evidenziato nella sezione 5)¹⁰⁴. Ulteriori fattispecie in cui gli organi giurisdizionali nazionali tendono a interpretare l'ambito di applicazione delle regole MiFID II in maniera difforme riguardano i confini del servizio di consulenza in materia di investimenti (sezione 4), dato che la presenza o meno di un affidamento sulle valutazioni della controparte professionale può essere interpretata in base ai principi nazionali di diritto privato, che non coincidono necessariamente con quelli stabiliti dalla MiFID II¹⁰⁵.

Tali differenze possono ridurre la certezza del diritto e ostacolare l'integrazione dei mercati finanziari nella CMU. Per meglio comprendere la portata di questa affermazione, si consideri un'impresa d'investimento avente sede in uno Stato membro (A) che fornisca servizi d'investimento, tramite il proprio sito web, in un altro Stato membro (B), senza uno stabilimento nel territorio di quest'ultimo. In questo caso, l'ANV dello Stato membro A avrà competenza per la vigilanza (art. 34 MiFID II)¹⁰⁶. La legge applicabile ai rapporti tra l'impresa di investimento e i suoi clienti dipenderà, invece, dalle caratteristiche del destinatario del servizio¹⁰⁷. Se tale cliente si qualifica come consumatore, il suo domicilio determina il diritto applicabile – nella maggior parte dei casi, si tratterà del paese B (art. 6 Regolamento (CE) n. 593/2008 – Roma I; art. 12 Regolamento (CE) n. 864/2007 – Roma II, rispettivamente in materia di responsabilità contrattuale e precontrattuale)¹⁰⁸. Per i clienti che non si qualificano come consumatori, la legge applicabile alle dispute in sede civile è invece determinata dal paese d'origine (A) dell'impresa d'investimento (art. 4(1)(b) Roma I; art. 12 Roma II, rispettivamente in materia di responsabilità contrattuale e precontrattuale)¹⁰⁹. Per quanto riguarda la giurisdizione in materia di responsabilità contrattuale, i consumatori hanno la facoltà di decidere se instaurare il procedimento nel proprio paese o nel paese d'origine delle imprese d'investimento, mentre i professionisti devono adire l'organo giurisdizionale competente per il luogo in cui il servizio è stato prestato, ciò che può non essere di agevole individuazione per i servizi online (art. 7(1) e 17 del Regolamento (UE) n. 1215/2012 – Bruxelles I-bis)¹¹⁰. Se, invece, la *causa petendi* si basasse sulla responsabilità precontrattuale – laddove ciò conducesse a qualificare l'asserita responsabilità quale

¹⁰³ ENRIQUES e GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *Italian LJ*, 2017, 485. V. in materia da ultimo, in dottrina, MAFFEIS, *Alea razionale nei contratti di finanziamento: l'ordinanza di rimessione 8603 del 2022 sui derivati come clausole*, in questa *Rivista*, 2022, II, 447 ss. nonché, in giurisprudenza, Cass., Sez. I civ., 24 luglio 2023, n. 22014.

¹⁰⁴ Per la Francia si veda BONNEAU (nt. 92), 131.

¹⁰⁵ Per la Germania si veda BINDER (nt. 93), 68. Per l'Italia LENER e LUCANTONI (nt. 41), 388; SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 93 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, 383 ss. Ampiamente da ultimo GHETTI, *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, Milano, 2022, 164 ss.

¹⁰⁶ V. ad es. PERNAZZA, *L'operatività transnazionale e il diritto europeo*, in CERA e PRESTI (nt. 37), 776 ss. e 802 ss.

¹⁰⁷ E volendo semplificare l'analisi escludendo che il servizio prestato si risolva in un contratto concluso presso una sede di negoziazione (v. in particolare art. 4(1)(h) Roma I) e assumendo che, laddove consentito, non sia stata esercitata la scelta della legge applicabile. Su questi temi più ampiamente BENEDETTELLI (nt. 88), 60 ss.

¹⁰⁸ La responsabilità precontrattuale può avere origine dalla violazione dei doveri di informazione (considerando 30 Regolamento Roma II). In alcuni paesi, le azioni in sede civile basate su violazioni della MiFID II possono essere qualificate come aventi natura extracontrattuale sulla base della natura di diritto pubblico delle misure violate (per i Paesi Bassi si vedano BUSCH *et al.* (nt. 93), 209).

¹⁰⁹ Si noti che la nozione di cliente al dettaglio (Art. 4(1)(11) MiFID II) e quella di consumatore ai fini del diritto privato internazionale non coincidono, ciò che accresce la complessità del sistema (v. già MOTRONI, *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (nt. 10), 416; successivamente CGUE, C-208/18, *Petruchová*, 3 ottobre 2019; CGUE, C-500/18, *Reliantco Investment and Reliantco Investment Limassol Sucursala București*, 2 aprile 2020).

¹¹⁰ MANKOWSKI, *Article 7*, in U. MAGNUS e MANKOWSKI (a cura di), *Brussels Ibis Regulation - Commentary*, Colonia, 2015, 238 ss.

extracontrattuale¹¹¹ – identificare la giurisdizione sarebbe ancora più arduo, in quanto il luogo in cui il danno si è verificato¹¹² non è semplice da individuare in casi analoghi a quello del nostro esempio, come dimostra l'intricata giurisprudenza della CGUE sulla localizzazione dei danni finanziari (art. 7(2) Regolamento Bruxelles I-bis)¹¹³.

In tutte le circostanze sopra indicate può inoltre accadere che l'organo giurisdizionale e la ANV competenti si trovino in diversi Stati membri. In tal caso, sussiste il rischio che i partecipanti al mercato e le imprese di investimento siano soggetti a interpretazioni diverse, con ciò che ne deriva in termini di riduzione della certezza del diritto e di compromissione degli obiettivi della CMU.

7. Come l'analisi sin qui svolta ha dimostrato, la CMU ha permesso di ottenere un quadro normativo e di vigilanza per il mercato europeo dei capitali molto più omogeneo di quanto accadesse in precedenza. Al contempo, tuttavia, persistono radicate divergenze nella regolamentazione e nella vigilanza nonché, più in generale, nelle prassi applicative. Ridurre alcune delle distanze rimanenti tra i sistemi nazionali è certamente possibile: del resto, la stessa Commissione europea ha recentemente dimostrato il proprio impegno nel rafforzare l'armonizzazione e la convergenza della vigilanza – come richiesto dall'Azione 16 del Piano d'Azione CMU¹¹⁴.

Esistono, tuttavia, limiti all'armonizzazione del diritto europeo che sono difficili da superare. Tra le fonti di divergenza che la presente analisi ha mostrato, due appaiono particolarmente problematiche: la prima è la molteplicità delle ANV e, quindi, la mancanza di un'autorità di vigilanza unica per la CMU, al contrario di quanto accade per la EBU; la seconda è il ruolo svolto dagli organi giurisdizionali con riguardo ai rimedi di natura privatistica. In questa sezione del lavoro i due aspetti sono considerati separatamente. In linea di principio, l'approccio adottato si baserà sul presupposto che in entrambi i casi – e soprattutto con riguardo agli organi giurisdizionali in sede civile – la mancanza di centralizzazione è un limite alla perfetta armonizzazione in quanto impedisce una completa uniformazione dell'interpretazione. Sia che si ritenga che le differenze rimanenti debbano essere accolte con favore, per via della loro abilità di adattarsi alle specificità nazionali, sia che si preferisca considerarle un ostacolo ad una CMU perfettamente integrata, una certa disomogeneità nell'applicazione del diritto finanziario dell'Unione europea è quindi destinata a rimanere. Ciò che diventa cruciale, allora, è assicurarsi che questa difformità sia adeguatamente gestita in modo da ridurre i rischi legali per i partecipanti al mercato, almeno fino a quando non sarà realizzata una piena centralizzazione della vigilanza e (fatto meno probabile) della giurisdizione. A questo proposito, l'indicazione forse più significativa che si ritiene di poter trarre è che le norme di conflitto in ambito finanziario meriterebbero più attenzione da parte dei legislatori europei e richiederebbero un

¹¹¹ Se la responsabilità precontrattuale abbia natura aquiliana ai sensi dell'art. 7 Regolamento Bruxelles I-bis è dibattuto e può dipendere dalle circostanze (v. MANKOWSKI (nt. 110), 182 s., 273, 313 s.). In ogni caso, le incertezze sulla localizzazione dei danni finanziari riguardano aree in cui la qualificazione della responsabilità come extracontrattuale ai fini delle norme di conflitto è indiscussa, come accade per la responsabilità da prospetto (v. più ampiamente *infra*, nt. 113 e testo relativo).

¹¹² Questo è il criterio di collegamento che viene più spesso invocato dagli attori quale luogo in cui si è verificato l'evento dannoso, l'alternativa essendo il luogo in cui si è tenuto il comportamento illecito (CGCE, 21-76, *Handelskwekerij G. J. Bier BV v Mines de potasse d'Alsace SA*, 30 novembre 1976).

¹¹³ CGUE, C-168/02, *Kronhofer*, 10 giugno 2004; CGUE, C-375/13, *Kolassa*, 28 gennaio 2015; CGUE, C-12/15, *Universal Music International Holding*, 16 giugno 2016; CGUE, C-304/17, *Löber*, 12 settembre 2018; CGUE, C-709/19, *Vereniging van Effectenbezitters*, 12 maggio 2021. Per un'analisi v. GARCIMARTÍN ALFEREZ, *The Law Applicable to Prospectus Liability in the European Union*, in *Law and Fin. M. Rev.*, 2011, 449; HAENTJENS e VERHEIJ, *Finding Nemo: Locating Financial Losses after Kolassa/Barclays Bank and Profit*, in *J. of Int. Bank. L. and Reg.*, 2016, 346; LEHMANN, *Private international law and finance: nothing special?*, in *Ned. Int. Priv.*, 2018, 1; GARGANTINI, *Prospectus Liability. Competent Courts of Jurisdiction and Applicable Law*, in BUSCH *et al.* (a cura di), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, 441.

¹¹⁴ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation* (nt. 23), 35.

approccio più sistematico di quello attuale con riguardo tanto alle competenze delle ANV quanto alla giurisdizione e alla definizione della legge applicabile.

7.1. L'effettiva applicazione delle regole che compongono in codice unico della CMU dipende e dipenderà inevitabilmente dalle interpretazioni locali nonché, in ultima analisi, dallo stile di vigilanza delle ANV coinvolte¹¹⁵. Poiché le difformità negli orientamenti di vigilanza derivano dalla coesistenza di più ANV, una soluzione naturale potrebbe essere quella di concentrare i poteri di vigilanza in un'unica autorità di diritto europeo¹¹⁶: la via più rapida in questa direzione sarebbe, naturalmente, quella di espandere i poteri di vigilanza diretta dell'ESMA. Per ragioni di fattibilità, il processo di centralizzazione potrebbe coinvolgere inizialmente solo alcune aree, come previsto dall'Azione 16 del nuovo Piano d'Azione sulla CMU¹¹⁷.

Per esempio, in materia di approvazione dei prospetti, parte della dottrina ha sostenuto che il completamento di una vera CMU richiederebbe la creazione di un'autorità unica per l'intera Unione europea¹¹⁸. Questa autorità centrale replicherebbe, in una certa misura, il funzionamento del Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism – SSM*), che rappresenta una struttura portante dell'EBU. In linea con tale termine di paragone, anche questa autorità unica per l'approvazione dei prospetti sarebbe competente per i grandi emittenti, mentre i compiti analoghi per le società più piccole rimarrebbero nel mandato delle ANV¹¹⁹. Ciò permetterebbe di conservare un certo livello di concorrenza tra ordinamenti in quest'ultimo segmento del mercato, mentre per gli emittenti più grandi l'accentramento delle funzioni di vigilanza eliminerebbe i costi legati alla necessità di notificare il prospetto alle autorità di vigilanza dei paesi di quotazione o di svolgimento dell'offerta, condizione preliminare per beneficiare del passaporto europeo nella disciplina attuale (art. 25 e 26 Regolamento sul prospetto). Ne deriverebbero anche rilevanti economie di scala, con conseguente riduzione dei costi unitari diretti e indiretti della vigilanza. In una certa misura, la centralizzazione dei poteri di vigilanza rappresenterebbe il corrispettivo dell'accentramento, già in fase ben più avanzata, dei poteri di (quasi-)regolazione, riflettendo la tradizionale simmetria tra i due ambiti¹²⁰.

Un tentativo di ridefinizione dei poteri di vigilanza nella direzione ora indicata è stato compiuto dalla Commissione europea nella sua proposta di riforma delle tre ESAs¹²¹. In tale sede, la Commissione aveva suggerito di conferire all'ESMA il potere di approvare alcuni prospetti per i quali la centralizzazione era giustificata, secondo la proposta, dalla dimensione transfrontaliera dell'offerta, da un particolare livello di complessità tecnica o dai potenziali rischi di arbitraggio regolamentare. Si trattava, in particolare, dei prospetti per l'ammissione alla negoziazione di titoli non azionari su mercati regolamentati all'ingrosso, accessibili ai soli investitori qualificati, e dei prospetti relativi ad alcuni titoli complessi come i titoli garantiti da attività, o a tipi specifici di emittenti, come società immobiliari, società minerarie, società operanti nel settore della ricerca scientifica, società di

¹¹⁵ V. ad esempio, per un confronto tra i diversi approcci dell'olandese AFM e dell'italiana Consob con riguardo alle innovazioni tecnologiche KARREMANS e SCHOELLER, *MiFID II between European rule-making and national market surveillance: the case of high-frequency trading*, in HÉRITIER e SCHOELLER (nt. 20), 44.

¹¹⁶ Per riflessioni sul punto v. PELLEGRINI (nt. 10), 453.

¹¹⁷ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation* (nt. 23), 29, ove si chiede ai soggetti interessati di identificare le aree per le quali si dovrebbe considerare l'accentramento di funzioni di vigilanza diretta presso l'ESMA.

¹¹⁸ Per una dettagliata proposta in tal senso v. AVGOULEAS e FERRARINI, *A Single Listing Authority and Securities Regulator for the CMU and the Future of ESMA. Costs, Benefits, and Legal Impediments*, in BUSCH *et al.* (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 55.

¹¹⁹ *Ibid.*, 58 s. e 68.

¹²⁰ M. SCHOLTEN e D. SCHOLTEN, *From regulation to enforcement in the EU policy cycle: a new type of functional spillover?*, in *JCMS*, 2017, 925.

¹²¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio* (COM(2017) 536 final), 20 settembre 2017 (cfr. art. 9(10)).

navigazione e, infine, emittenti di paesi terzi. Tuttavia, a causa della mancanza di un accordo politico, queste proposte non furono mantenute nel pacchetto di riforme successivamente approvato¹²².

L'insuccesso della proposta della Commissione sembra dimostrare come i tempi potrebbero non essere ancora maturi per una centralizzazione della vigilanza in settori chiave quali l'approvazione dei prospetti, ma analoga conclusione sembra potersi raggiungere con riguardo ai servizi di investimento o alle sedi di negoziazione. Si tratta senza dubbio di un sintomo della perdurante diffusa resistenza a livello nazionale rispetto a ulteriori cessioni di sovranità, ma è anche vero che l'istituzione immediata di un'unica autorità competente impedirebbe ai partecipanti al mercato, compresi gli investitori, di continuare a fare affidamento su quelle ANV che finora hanno dimostrato di essere meglio in grado di soddisfare le loro esigenze. Qualunque siano le ragioni sottostanti agli ostacoli sulla strada verso un'autorità di vigilanza unica, un altro approccio che si ritiene meriti considerazione – sia in quanto tale sia, eventualmente, come mera fase intermedia verso una maggiore centralizzazione della vigilanza dall'alto verso il basso – è il conferimento all'ESMA di poteri di vigilanza, ma senza una competenza esclusiva su di essi¹²³. In altre parole, l'ESMA potrebbe qualificarsi come ventottesima autorità di vigilanza¹²⁴, a cui i partecipanti al mercato potrebbero fare riferimento in alternativa alla loro ANV. Un tentativo analogo aveva caratterizzato la proposta della Commissione in materia di *equity crowdfunding*, pur se accompagnato in quel caso da un ordinamento opzionale distinto da quelli nazionali¹²⁵.

Naturalmente, neppure un simile approccio sarebbe esente da difetti, a partire dalla duplicazione delle strutture di vigilanza. Né la proposta della Commissione in materia di *equity crowdfunding* ha avuto sorte migliore di quella, sopra rammentata, in materia di approvazione dei prospetti¹²⁶. Tuttavia, si tratterebbe pur sempre di un percorso più agevole rispetto all'immediata istituzione di una autorità unica capace di sostituire le ANV in tutto o in parte. Affiancare alle ANV l'ESMA in qualità di ulteriore autorità eviterebbe il rischio di fossilizzazione che accompagna la creazione di un supervisore avente un potere monopolistico e permetterebbe di realizzare gradualmente un'autorità unica europea – laddove tale obiettivo finale sia condiviso – dopo averne testato il successo tra gli emittenti e gli investitori. Infine, tale assetto non sarebbe soggetto a significativi rischi di corsa al ribasso nella qualità della vigilanza, in quanto l'ESMA sicuramente non avrebbe interesse a competere al fine di attirare emittenti e intermediari a scapito dell'efficacia della supervisione e sarebbe anzi significativamente incentivata a non permettere analoghe condotte da parte delle ANV sue concorrenti.

7.2. Con tutta probabilità, la coesistenza di diverse ANV continuerà a caratterizzare il quadro normativo della CMU negli anni a venire, almeno fino a quando una crisi sistemica o un grande scandalo finanziario non daranno una spinta decisiva a un processo di centralizzazione¹²⁷. Inoltre, anche con un'autorità di vigilanza unica, gli organi giurisdizionali nazionali continueranno a rivestire un ruolo centrale nell'interpretazione delle disposizioni della CMU, con le implicazioni evidenziate nella sezione 6.2. Entrambi i punti contribuiscono a rendere le norme di conflitto un elemento essenziale di un quadro normativo coerente per la CMU, in presenza di un certo grado di diversità tra ordinamenti.

¹²² V. i testi adottati dal Parlamento europeo il 19 aprile 2019.

¹²³ V., in tema di approvazione del prospetto, DI NOIA e GARGANTINI, *The Approval of Prospectus. Competent Authorities, Notifications, and Sanctions*, in BUSCH *et al.* (nt. 113), 359.

¹²⁴ O trentunesima, volendo considerare lo Spazio economico europeo.

¹²⁵ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, 8 marzo 2018 (COM(2018) 113 final).

¹²⁶ V. la *Risoluzione* del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla *Proposta* indicata alla nt. 125.

¹²⁷ Sulle c.d. finestre politiche v. KINGDON, *Agendas, Alternatives, and Public Policies*, Boston, 1984.

Una revisione generale dei criteri di collegamento sarebbe auspicabile, in primo luogo, con riguardo alla definizione delle competenze delle ANV. In alcune aree, le disposizioni pertinenti non sembrano essere il risultato di una riflessione approfondita sulle possibili implicazioni in termini di certezza giuridica e di costi per i partecipanti al mercato. Si pensi, in proposito, a quanto sopra rammentato con riferimento alla disciplina dei diritti degli azionisti e dei relativi doveri degli intermediari depositari (sezione 6.1). In altre aree, consentire ai partecipanti al mercato più ampi margini di scelta del proprio ordinamento potrebbe, invece, favorire una CMU di fatto più integrata, facendo leva sull'armonizzazione negativa. Tale libertà di scelta faciliterebbe infatti la concentrazione della vigilanza in alcuni centri finanziari, soprattutto dopo la Brexit. Benché non sempre questo dato riceva la necessaria attenzione, i mercati di capitali europei godono già oggi di una relativa concentrazione della vigilanza allorché i criteri di collegamento permettano di selezionare la ANV preferita. Ad esempio, un regime particolarmente flessibile si applica all'approvazione dei prospetti dei titoli non azionari. Uno sguardo ai dati dell'ESMA sul numero di prospetti approvati e soggetti a passaporto, combinato con il tipo di titoli che riguardano, dimostra il punto¹²⁸. In particolare, le ANV di Lussemburgo, Irlanda e Germania sembrano avere un ruolo consolidato come centri europei per l'approvazione dei prospetti in materia di, rispettivamente, titoli di debito, titoli rivenienti da cartolarizzazioni e derivati, a volte condividendo il ruolo tra loro¹²⁹. Non sorprende che la centralizzazione non abbia riguardato anche i prospetti relativi ai titoli azionari, a causa dell'attuale regime di identificazione delle ANV competenti che, in tal caso, fa leva sulla sede legale dell'emittente¹³⁰.

Naturalmente, resta incerto se una maggiore concorrenza tra le ANV possa determinare fenomeni di competizione al rialzo o al ribasso quanto alla qualità della vigilanza. La questione non può essere approfondita in questa sede¹³¹, ma merita comunque rilevare come all'interno della CMU i rischi di esiti sub-ottimali derivanti dalla concorrenza tra ordinamenti sono notevolmente ridotti grazie ai poteri di intervento dell'ESMA, quanto meno in caso di palese violazione della disciplina¹³². Dopo tutto, se tale preoccupazione fosse fondata, neppure il vigente quadro normativo ne sarebbe esente, considerando che il sistema dei passaporti regolamentari rappresenta una delle colonne portanti della CMU.

In secondo luogo, i rimedi di natura civilistica dovrebbero poter contare su un quadro normativo in grado di fornire maggior certezza del diritto, particolarmente con riguardo all'identificazione della legge applicabile e della giurisdizione¹³³. Attualmente, la CMU non sempre garantisce tale risultato, in gran parte perché le norme di conflitto – siano esse nei Regolamenti Roma I, Roma II, o Bruxelles I-bis – sono state concepite senza tenere conto degli specifici problemi relativi alla prestazione di servizi di investimento e della localizzazione dei danni finanziari. In dottrina, non sono mancate proposte volte a suggerire l'adozione di criteri di collegamento più univoci, anche se le soluzioni suggerite in tal senso hanno di fatto raccomandato quasi tutte le opzioni astrattamente immaginabili. Tra i possibili criteri di collegamento sono stati indicati, infatti, conti bancari, conti titoli, depositari centrali di titoli, sedi di negoziazione e altri, anche in combinazione tra loro. Una valutazione nel merito di queste proposte non può, nuovamente, essere neppure tentata in questa sede. Allo stato, del

¹²⁸ La tendenza si riscontra già in ESMA, *Report - EEA prospectus activity in 2017* (ESMA31-62-111), 15 ottobre 2018, 9-13. Più recentemente v. ID., *EU Prospectuses. ESMA Statistical Report* (ESMA-50-165-2336), 15 dicembre 2022.

¹²⁹ L'analisi è inevitabilmente approssimativa, essendo necessariamente basata sul numero dei prospetti approvati anziché sul valore totale delle emissioni.

¹³⁰ Sui fattori determinanti per la creazione di centri finanziari v. generale GEHRIG, *Location of and Competition between Financial Centers*, in FREIXAS et al. (a cura di), *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford, 2008, 619.

¹³¹ ENRIQUES e TRÖGER, *Issuer Choice in Europe*, in *CLJ*, 2008, 521.

¹³² Di NOIA e GARGANTINI, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability after the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, in *EBOR*, 2014, 1. Recentemente ESMA, *Recommendations to the Cyprus Securities and Exchange Commission on the supervision of cross-border activities of investment firms* (ESMA42-110-3354), 10 marzo 2022.

¹³³ Lo rilevava, tra gli altri, già BENEDETTELLI (nt. 88), 66 s.

resto, il peggiore errore possibile non sembra essere quello di selezionare un criterio di collegamento inefficiente, quanto piuttosto quello di continuare a trascurare i problemi qui segnalati a causa di una paralisi, degna del proverbiale asino di Buridano, dovuta all'incapacità di individuare una soluzione condivisa tra quelle sul tavolo, ciascuna delle quali rappresenterebbe pur sempre un miglioramento rispetto allo *status quo*.

8. Uno degli elementi essenziali della CMU è la creazione di un codice unico capace di assicurare un elevato grado di armonizzazione del diritto dei mercati dei capitali nell'Unione. In questo contesto, le differenze tra i sistemi giuridici nazionali possono aiutare il quadro giuridico comune ad adeguarsi alle specificità di ciascuno Stato membro, ma richiedono anche misure di coordinamento efficaci. Questo contributo ha analizzato una serie di persistenti divergenze tra i sistemi giuridici nazionali nel contesto della CMU, classificandole in base alla loro origine. Per esempio, l'armonizzazione minima continua ad essere una causa di disomogeneità, capace di ridurre la certezza del diritto anche in quanto i margini per l'adozione di misure più restrittive a livello nazionale sono spesso incerti. Mentre l'armonizzazione minima è tuttavia sempre meno diffusa nel diritto finanziario europeo, alcune divergenze tra ordinamenti sembrano destinate a permanere in ragione dell'uso, nel medesimo diritto, di criteri generali di condotta che si prestano a interpretazioni difformi da parte delle ANV e degli organi giurisdizionali nazionali, inevitabilmente influenzati dal quadro giuridico in cui operano. Inoltre, il diritto privato nazionale continuerà a influenzare l'applicazione del diritto europeo e delle disposizioni nazionali che lo recepiscono, anche sotto il profilo della natura e della portata dei rimedi disponibili in caso di violazioni.

Queste e altre differenze tra ordinamenti nazionali sono destinate a rimanere e possono, in una certa misura, perfino considerarsi necessarie per assicurare il buon funzionamento della CMU. Dopo tutto, la CMU difficilmente sarebbe in grado di raggiungere i suoi obiettivi senza la cooperazione dei sistemi statali di *enforcement* pubblico e privato, i quali devono pertanto conservare intatta la propria capacità di tradurre il diritto europeo in misure nazionali efficaci. Come il presente lavoro ha cercato di dimostrare, la prevalenza, nel contesto della CMU, dei risvolti negativi delle divergenze ovvero delle conseguenze positive delle diversità dipende soprattutto dal modo in cui le residue e, in parte, ineliminabili differenze sono gestite. A questo proposito, si dovrebbe prestare maggiore attenzione alle norme di conflitto, poiché i partecipanti al mercato sono ancora soggetti a rischi eccessivi derivanti dall'incertezza normativa.

MATTEO GARGANTINI

Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli Studi di Genova

ABSTRACT: il lavoro valuta lo stato dell'integrazione normativa dei mercati europei dei capitali nel contesto dell'Unione dei Mercati dei Capitali (*Capital Markets Union* – CMU). L'analisi indica come, pur in presenza di rilevanti progressi nella riduzione delle barriere giuridiche allo svolgimento di attività su base transfrontaliera, persistano aree di divergenza tra i diversi Stati membri dell'Unione europea. Mentre tali divergenze dipendono in misura sempre minore da asimmetrie nella regolazione, permangono diversità applicative nelle molteplici ipotesi in cui l'ampiezza delle previsioni europee (pur armonizzate) lascia margini significativi agli interpreti nazionali – siano essi partecipanti al mercato, autorità di vigilanza o organi giurisdizionali. L'articolo valuta, in tale contesto, il duplice ruolo degli standard di condotta quali elementi essenziali per il buon funzionamento della CMU e, al contempo, quali fonti di difformità nella regolazione. Preso atto dell'inevitabilità, per lo meno nel medio termine, del ricorso a standard quale elemento di effettività della disciplina europea, l'articolo rileva il ruolo dell'attribuzione dei poteri di *enforcement* pubblico e privato nel garantire che le persistenti divergenze interpretative a livello nazionale siano disciplinate in un quadro omogeneo ed efficiente.

Abstract: the article assesses the state of regulatory integration of European capital markets in the context of the Capital Markets Union (CMU). The analysis shows that, while material progresses were made in reducing legal barriers that hinder the cross-border provision of investment services, many areas of divergence between different EU member states persist. While these divergences depend to a lesser extent on different rules on the books, divergent enforcement practices remain whenever European law (albeit harmonized) leaves significant margins for national interpretations by market participants, supervisors, or courts. Against this backdrop, the article assesses the dual role of open standards as essential elements for the smooth functioning of the CMU and, at the same time, sources of regulatory divergence. After taking stock of the central role of open standards in making the CMU effective, the article highlights how the allocation of public and private enforcement powers can ensure that that persistent differences among national interpretations fit into a consistent and effective framework.