

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori *retail*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Mercati finanziari e asimmetrie informative negli investimenti al dettaglio – 3. ESMA ed EIOPA nell'attuazione delle misure per il potenziamento della «consapevolezza» degli investitori *retail*. Uno sguardo d'insieme – 4. I caratteri della regolazione basata sull'informazione (*o disclosure regulation*) e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 5. Il ruolo dei regolatori nella regolazione basata sull'informazione e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 6. Le finalità della regolazione basata sull'informazione e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 7. Considerazioni conclusive

1. Premessa.

Il mercato — col suo vorticoso dinamismo e con i suoi freddi calcoli egoistici — non può fagocitare la «persona» per trasformarla in un mero «consumatore» eterodiretto verso la bramosa soddisfazione di capricciosi desideri, più che di veri e propri bisogni¹. Non può e non deve sostituire la «categoria dell'essere» con la «categoria dell'avere». Le logiche del profitto debbono essere interessate da un fenomeno «depatrimonializzante», che collochi i simboli convenzionalmente rappresentativi di valori economici (entrate ed uscite, costi e ricavi, profitti e perdite) in una posizione servente rispetto alla persona e alla sua dignità. Il mercato deve favorire lo sviluppo della persona e, a sua volta, la persona deve potersi servire del mercato. Non il contrario. Il primo per esistere ha quindi bisogno della persona, sia pure nella veste

* Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia, Università "La Sapienza" di Roma.

¹ Sulla disciplina consumeristica e sulle forme di protezione (anche informativa) del consumatore, si v. G. ALPA, *Consumatore*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, 1998; ID., *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002; E. CATERINI – P. PERLINGIERI, *Il diritto dei consumi*, Napoli, 2005; Z. BAUMAN, *Consumo dunque sono*, Bari, 2007; E.M. TRIPODI – C. BELLI (a cura di), *Codice del consumo*, Bologna, 2008; E. GUERINONI, *I contratti del consumatore: principi e regole*, Torino, 2011; G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014; A.M. GAMBINO, G. NAVA (a cura di), *I nuovi diritti dei consumatori. Commentario al d.lgs. 21/2014*, Torino, 2014; G. ALPA, A. CATRICALÀ, *Diritto dei consumatori*, Bologna, 2016; A. BARENGHI, *Diritto dei consumi*, Padova, 2020.

(secondaria e temporanea) di consumatore. Del pari, la persona (nella veste secondaria e temporanea) di consumatore ha bisogno del mercato per sviluppare appieno la sua dignità². Perché questa relazione bi-univoca funzioni occorre una pre-condizione rispetto a qualsiasi scelta che la persona intenda compiere: l'informazione sulle caratteristiche e sulle qualità dei prodotti e dei servizi. S'intenda: non una qualsiasi informazione, ma piuttosto una informazione corretta, trasparente e comprensibile. Soltanto in questo modo si creano i presupposti — quantomeno in via teorica — per il perfezionamento di scambi equi tra soggetti consapevoli.

Trattasi, quelle appena dette, di coordinate trasversali. Non conoscono (o perlomeno non dovrebbero conoscere) eccezioni. Quale che sia il mercato, considerato nella sua accezione merceologica, non può prescindere dalla piena condivisione di informazioni. E tra quelli nei quali l'informazione costituisce un aspetto imprescindibile, anche per via della intrinseca complessità delle regole che vi sovrintendono e per l'elevata tecnicità dei prodotti scambiati, debbono annoverarsi i mercati finanziari.

È per questo che costituisce una tappa necessaria per arrivare alla creazione della c.d. «Unione dei mercati dei capitali» (*Capital Markets Union* – CMU)³ che, dopo quello del 2015⁴, ha formato oggetto di un nuovo Piano d'azione nel 2020⁵. Chi? O meglio, che cosa? La Strategia

² Il rapporto tra mercato e persona viene analizzato in questi termini nelle profonde e acute riflessioni di P. PERLINGIERI, *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Camerino-Napoli, 1982; ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003, ID., *La persona umana e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2005; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, ult. ed., Napoli, 2020; P. CORRIAS (a cura di), *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2022.

³ Sull'Unione dei mercati dei capitali, per tutti, D. SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca bors. tit. cred.*, I, 2016, pp. 482 ss.; G. ZAGHINI, *Capital markets union. Tratti essenziali e stato dell'arte*, in *Questa rivista*, 2017, pp. 1-8; G. TROVATORE, F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l'art. 47 della Costituzione (brevi note sul valore del risparmio)*, in *Federalismi.it*, 2021.

⁴ Cfr., Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2015) 468 final, 30 settembre 2015.

⁵ Cfr., Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2020)

590 final, 14 settembre 2020. Come emergere dal testo, l'Unione dei mercati dei capitali è il piano dell'UE per creare un mercato davvero unico per i capitali in tutta l'Unione. Mira a fare in modo che gli investimenti e i risparmi fluiscano tra tutti gli Stati membri, apportando benefici ai cittadini, agli investitori e alle imprese, indipendentemente dalla loro ubicazione. Un mercato dei capitali pienamente funzionante ed integrato consentirà all'economia dell'UE di crescere in maniera sostenibile e di essere maggiormente competitiva. Un'Europa economicamente più forte servirà meglio i propri cittadini e aiuterà l'UE a svolgere un ruolo più forte sulla scena globale. [...] Gli obiettivi principali che si intende conseguire sono tre: *a*) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; *b*) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; *c*) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Per il loro conseguimento sono previste 16 linee di azione. La n. 8 è quella dalla quale ha tratto scaturigine la *EU Retail Investment Strategy*, essendovi previsto che la Commissione valuterà le norme applicabili nel settore degli incentivi e dell'informativa e, ove necessario, proporrà di modificare il quadro giuridico esistente affinché gli investitori al dettaglio ricevano una consulenza equa ed informazioni chiare e comparabili sui prodotti. Proporrà altresì modalità per ridurre il sovraccarico di informazioni per gli investitori al dettaglio esperti, nel rispetto di opportune misure di salvaguardia. Cercherà infine di migliorare il livello delle qualifiche professionali per i consulenti nell'UE e valutare la fattibilità dell'istituzione di un'etichetta applicabile in tutta l'UE per i consulenti finanziari. Nello specifico, viene chiarito che «la popolazione dell'Unione sta invecchiando. Con un'aspettativa di vita più lunga le persone necessitano sempre di più di investire nel lungo termine in maniera da ottenere rendimenti più sostenibili e un reddito supplementare sostenibile per la loro pensione. Offrendo ai consumatori una nuova opzione paneuropea per risparmiare per il periodo della pensione, il prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) costituisce già un passo importante in tale direzione. Integrando gli strumenti di monitoraggio esistenti con informazioni più dettagliate sui regimi pensionistici aziendali o professionali, i quadri di controllo delle pensioni forniranno agli Stati membri una visione più completa dell'adeguatezza dei loro sistemi pensionistici, incoraggiandoli ad affrontare le carenze e a condividere le migliori pratiche. Sistemi di tracciamento delle pensioni individuali forniranno ai cittadini una visione d'insieme del loro futuro reddito pensionistico sulla base dei loro diritti in tutti i regimi pensionistici a cui partecipano o del rendimento atteso dei prodotti a lungo termine in cui investono. Le persone dovrebbero essere incoraggiate a integrare le pensioni pubbliche con risparmi e investimenti a vita, anche attraverso una partecipazione più attiva ai regimi pensionistici aziendali e professionali. Ciò consentirà loro di beneficiare di un reddito pensionistico più adeguato oltre a permettere il finanziamento della crescita a lungo termine dell'economia reale, nonché della sua transizione verde e di quella digitale».

europea per gli investimenti al dettaglio o, in inglese, *EU Retail Investment Strategy (RIS)*⁶. Nel maggio dello scorso anno è stato, invero, adottato dalla Commissione europea un pacchetto di misure preordinate a migliorare e potenziare il quadro giuridico esistente sul fronte della protezione degli investitori al dettaglio⁷, a responsabilizzare gli stessi nell'assunzione delle decisioni di investimento e ad obbligare le imprese di investimento a mettere gli investitori *retail* nelle condizioni di assumere in maniera pienamente informata e consapevole le decisioni adeguate ai loro interessi⁸. Le ragioni alla base dell'avvertita esigenza di intervenire su questo fronte sono più e diverse. Tra le altre assumono indubbio rilievo la poca comprensibilità delle informazioni di cui dispongono gli investitori al dettaglio e le fuorvianti comunicazioni di *marketing* cui sono esposti, la loro scarsa alfabetizzazione finanziaria, i conflitti di interesse in cui si trovano i consulenti per via del conseguimento di incentivi, così come lo scarso rapporto costi-benefici che presentano alcuni dei prodotti offerti. Non è un caso che soltanto il 38 % degli investitori europei nutra fiducia nella consulenza ricevuta dagli intermediari finanziari e che, a fronte del 43

⁶ Lo scorso 23 aprile, il Parlamento europeo non ha approvato, in prima lettura, il testo della proposta di direttiva *omnibus* della Commissione. Al momento in cui si scrivono queste pagine, gli atti legislativi della Strategia non conoscono la versione definitiva, sebbene esista una diversa versione sulla quale ha espresso parere il Parlamento europeo. Ad ogni modo, e fintantoché non si arriverà alla versione definitiva degli atti legislativi, si ritiene di poter prendere ad esame la versione proposta dalla Commissione europea. Sulla Strategia si v. M. PICCINNO, *Retail Investment Strategy: consulenza, consulenza finanziaria indipendente e financial literacy del cliente*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2024, II, pp-1-13.

⁷ In generale, sulla tutela del risparmio nei mercati finanziari, F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive e disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006; L. DE ANGELIS, N. RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008.

⁸ Cfr., Relazione alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97, COM(2023) 279 final, del 24 maggio 2023, p. 3, ove si precisa che «la strategia dell'UE per gli investimenti al dettaglio mira a rafforzare il quadro legislativo per garantire che gli investitori al dettaglio 1) siano messi nelle condizioni di prendere decisioni di investimento più informate che rispondano meglio alle loro esigenze e ai loro obiettivi e 2) siano adeguatamente tutelati nel mercato unico da un quadro normativo coerente. Ciò rafforzerà la fiducia, avvicinando i cittadini ai mercati dei capitali e aumentando la partecipazione degli investitori al dettaglio».

% delle famiglie statunitensi, nel 2021 solo il 17 % delle famiglie europee ha investito in titoli finanziari⁹. Il Pacchetto delle misure proposte dalla Commissione europea si compone di due atti normativi: una proposta di direttiva *omnibus* diretta a modificare la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II)¹⁰, la direttiva sulla distribuzione assicurativa¹¹, la direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari¹², la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi¹³ e quella sull'accesso e l'esercizio dell'attività di assicurazione e riassicurazione (*Solvency II*)¹⁴ e una proposta di regolamento che modifica il regolamento sui prodotti preassemblati (*Packaged retail investment and insurance-based investments products - PRIIPs*) quanto al contenuto del documento con le informazioni chiave (*Key Information Document - KID*). Sebbene non si sia ancora giunti all'approvazione della loro versione definitiva, può senz'altro dirsi che i campi di intervento delle misure contemplate nella Strategia

⁹ Cfr., Relazione alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2023) 279 final, *cit.*, p. 1-2, in cui si chiarisce che tra i problemi significativi che riducono la capacità degli investitori al dettaglio di sfruttare appieno i mercati dei capitali possono annoverarsene diversi: «1) gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad accedere a informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili sui prodotti di investimento che li aiutino a compiere scelte di investimento informate; 2) gli investitori al dettaglio sono esposti al rischio crescente di essere impropriamente influenzati da informazioni di marketing non realistiche attraverso i canali digitali e da pratiche di *marketing* ingannevoli; 3) il modo in cui i prodotti sono realizzati e distribuiti presenta carenze legate a conflitti di interessi che possono derivare dal pagamento di incentivi tra realizzatori e distributori dei prodotti; e 4) alcuni prodotti di investimento comportano costi ingiustificatamente elevati e di conseguenza non sempre offrono un buon rapporto costi/benefici all'investitore al dettaglio. Anche le differenze nella concezione delle norme tra uno strumento giuridico e l'altro sono potenzialmente in grado di indurre in confusione e determinare livelli diversi di tutela degli investitori».

¹⁰ Cfr., Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014.

¹¹ Cfr., Direttiva 2016/97/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 gennaio 2016

¹² Cfr., Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009.

¹³ Cfr., Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011.

¹⁴ Cfr., Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009.

spaziano non poco: dal potenziamento delle norme sul governo dei prodotti (*Product Oversight and Governance* – POG)¹⁵, al fine di assicurare un buon rapporto costi-benefici (*value for money*)¹⁶, alla revisione della disciplina dei conflitti di interessi e degli incentivi all’intermediario¹⁷, dal rafforzamento dei requisiti di adeguatezza e

¹⁵ I contenuti di tali misure — anche alla luce delle posizioni frattanto espresse dal Parlamento e dal Consiglio — sono bene esaminati da F. DI CARLO, D. GOBBO, *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*, in *DB-Non solo diritto bancario*, 2024. Per un’analisi dei vari aspetti problematici, e non solo, che la POG pone, si vv. V. RAVAGNANI, *Direttrici evolutive e persistenti disarmonie nei regimi legali a tutela degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2020, III, pp. 1381 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, editoriale, pp. 1 ss.; V. TROIANO, *La Product Governance*, in V. TROIANO, R. MONTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Padova, 2016, pp. 215 ss.; M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, III, pp. 671 ss.; S. LANDINI, *Le “Preparatory Guidelines” di EIOPA in relazione agli obblighi in materia di governo e controllo del prodotto da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi*, in *Dir. merc. ass. e finanz.*, I, 2016, pp. 411 ss.; M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la “product governance” nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 2017, pp. 149 ss.; G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *Orizzonti*, 2021, II, pp. 797 ss.; P. MARANO, *La Product oversight and governance tra innovazione europea e divergenze parallele italiane*, in *Assicuraz.*, II, 2017, pp. 211 ss.; P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell’assicurando*, in *ibidem*, 2017, II, pp. 9 ss.; V. SANASI D’ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. ass. finanz.*, 2018, I, pp. 59 ss.; R. LO CONTE, *La Product Oversight and Governance nel diritto assicurativo. Evoluzioni delle forme di tutela del cliente e regolazione del mercato*, Milano, 2023.

¹⁶ La tematica è stata trattata, più di recente, da R. LO CONTE, *Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, pp. 239 ss.

¹⁷ Sul punto, F. MOCCI, *La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy*, in *DB-Non solo diritto bancario*, 2023, 1-121. Con specifico riferimento al contenuto della proposta di direttiva della Commissione europea, S. DE POLIS, *La EU Retail Investment Strategy - Profili di diritto del mercato assicurativo. Relazione di base al Convegno di Studi - Università La Sapienza, 22 febbraio 2024*, in www.ivass.it, pp.5-6, precisa come «la proposta di direttiva introduce per i prodotti IBIPs una serie di restrizioni e salvaguardie in relazione agli incentivi e alla consulenza, in particolare ritenendo giustificata la percezione dei primi come

remunerazione del maggior valore della consulenza resa all'investitore. È stato in particolare proposto un divieto parziale di percepire incentivi per la vendita di prodotti di investimento assicurativo senza consulenza o con consulenza su base indipendente. [...] Nel caso di vendite di prodotti di investimento assicurativo in regime di consulenza, la proposta prevede regole più stringenti per garantire che la stessa venga effettivamente resa nell'interesse dell'investitore, eliminando le distorsioni che nella fase di raccomandazione del prodotto potrebbero derivare dalla percezione di incentivi. In particolare, i principi alla base dei test di ammissibilità degli incentivi previsti attualmente nel contesto MiFID (innalzamento della qualità del servizio offerto) e IDD (assenza di *consumer detriment*) vengono sostituiti dal nuovo *test del best interest* del cliente, che richiede di effettuare la consulenza sulla base della valutazione di un'“appropriata gamma” di prodotti IBIPs, tra i quali dovrà essere raccomandato quello adeguato e maggiormente efficiente. Il distributore dovrà inoltre consigliare, tra i prodotti ritenuti adeguati, almeno un prodotto che soddisfi le esigenze del cliente senza al contempo prevedere servizi aggiuntivi, non necessari ai suoi obiettivi di investimento e che determinerebbero un incremento dei costi. Infine, l'investitore dovrà sempre essere informato circa l'esistenza, la natura e l'importo dell'incentivo pagato o percepito dal distributore». Ancora, in dottrina, si v. A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019; M. DE POLI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, pp. 774 ss.

appropriatezza del prodotto¹⁸ al potenziamento dei requisiti professionali degli intermediari,¹⁹ dalla promozione dell'educazione

¹⁸ Sempre S. DE POLIS, *La EU Retail Investment Strategy*, cit., pp. 6-7, rileva che «la proposta della Commissione chiarisce e rafforza i requisiti che i distributori devono rispettare nel valutare l'appropriatezza, o l'adeguatezza di un prodotto per l'investitore al dettaglio. Per la vendita di prodotti d'investimento assicurativo, viene introdotto l'obbligo di spiegare in modo chiaro e semplice ai clienti lo scopo delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza del prodotto, informandoli delle conseguenze negative sulla qualità delle valutazioni qualora siano fornite dal cliente informazioni inesatte o incomplete. Per la vendita di prodotti d'investimento assicurativo, viene introdotto l'obbligo di spiegare in modo chiaro e semplice ai clienti lo scopo delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza del prodotto, informandoli delle conseguenze negative sulla qualità delle valutazioni qualora siano fornite dal cliente informazioni inesatte o incomplete. Il distributore, nel prestare consulenza ed effettuare la valutazione di adeguatezza del prodotto IBIP, dovrà tenere conto anche della necessità di diversificazione del portafoglio del cliente. Per i prodotti di investimento assicurativo, la *portfolio diversification* può essere tenuta in considerazione solo qualora il prodotto assicurativo abbia già superato il *demands and needs test*. Se il prodotto non supera il *test*, non dovrebbe essere in alcun modo collocato al cliente, nemmeno in ottica di portafoglio. È essenziale – come recita la relazione alla proposta di Direttiva - che la copertura assicurativa degli IBIP sia coerente con le richieste e le esigenze assicurative del cliente. Diverso è il caso della vendita di un prodotto finanziario non assicurativo, per il quale la normativa MIFID non richiede un *demands and needs test*. A seguito della valutazione di adeguatezza, dovrà esser fornito al cliente, prima della conclusione del contratto, un report che indichi l'esito della valutazione».

¹⁹ Su questo fronte, in linea con gli orientamenti delle Autorità europee di vigilanza, la proposta di direttiva introduce dei requisiti professionali per i consulenti in materia di investimenti, i quali dovranno saper comprendere le caratteristiche, i rischi e le peculiarità principali degli strumenti finanziari offerti o raccomandati, i costi e gli oneri complessivi a carico del cliente, così come dovranno essere in grado di riconoscere se il tipo di prodotto consigliato sia effettivamente adottato al cliente, sulla base delle informazioni che dovranno premurarsi di raccogliere dallo stesso. La dottrina ha dedicato non poca attenzione alla consulenza finanziaria e alle caratteristiche della stessa. Tra gli altri, si v. D. SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, Regole di governance, mercati*, Padova, 2016, pp. 515 ss.; P. MARANO, *L'attività e la disciplina dei consulenti finanziari*, in M. CERA, G. PRESTI (dir. da), *Il Testo unico finanziario*, Bologna, 2020, pp. 744 ss.; N. MICIELI, *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in *Banca imp. soc.*, 2020, I, pp. 544 ss.

finanziaria²⁰ al potenziamento delle qualità delle informazioni e delle comunicazioni di *marketing*²¹.

Non è nelle intenzioni di questo scritto indagare ad ampio spettro e in maniera minuta e capillare i contenuti delle proposte normative che compongono la RIS. Piuttosto, si vuole provare ad approcciare alla *EU Retail Investment Strategy* da un angolo prospettico di tipo istituzionale, là ove il riferimento all'istituzione non deve essere inteso soltanto nell'accezione comune del termine (pubblici poteri deputati ad esercitare prerogative preordinate ad assicurare una corretta attuazione di regole giuridiche nell'ampio spettro fenomenologico della realtà sulla quale sono destinate ad atterrare), ma anche nell'accezione

²⁰ In relazione a tale ambito, le proposte della Commissione mirano ad indurre gli Stati membri a promuovere misure di alfabetizzazione finanziaria. Come osserva, M. PICCINNO, *op. cit.*, 10-11 «se è vero, infatti, che un basso livello di cultura finanziaria sembra scoraggiare il ricorso al servizio di consulenza, è altresì corretto sostenere che, al crescere della *financial education*, la maggiore sicurezza nelle proprie capacità aumenterebbe la tendenza del cliente a decidere in autonomia, ossia a discostarsi dalle raccomandazioni ricevute dall'intermediario preventivamente consultato. D'altra parte, una maggiore istruzione (intesa come *proxy* del livello di *financial education*) si associa a una maggiore propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario, ossia una maggior propensione a cedere i propri capitali "dormienti" al mercato, secondo quanto espressamente auspicato dalla Commissione UE. Per tale ragione, la riforma richiede agli Stati membri di promuovere misure a sostegno dell'educazione all'attività di investimento responsabile rivolta ai clienti al dettaglio e ai potenziali clienti al dettaglio quando accedono a servizi di investimento o servizi accessori (Tit. VI *bis*, art. 88 bis, per i prodotti assicurativi art. 16 *bis*)». Sul valore e sulle ricadute pratiche dell'educazione finanziaria, D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, pp. 79 ss.; ID., *Tutela del risparmio ed educazione finanziaria*, in *Dirigenza bancaria. Finance, management, innovation*, 2017, pp. 9 ss.

²¹ In estrema sintesi, e rinviando a quanto sarà detto nello scritto, sul fronte della *discovery*, la RIS prevede misure volte ad obbligare gli intermediari ad esporre adeguate avvertenze sul rischio in tutto il materiale informativo, a fornire a tutti un rendiconto annuale relativo alle informazioni sui costi e sugli oneri, compresi i pagamenti di terzi. Quanto alle comunicazioni di *marketing*, sono parimenti previsti per gli intermediari misure dirette ad imporre l'adozione di apposite politiche di *marketing*, la creazione di una organizzazione efficiente per la gestione delle comunicazioni pubblicitarie e l'obbligo di precisare, onde evitare confusione degli investitori al dettaglio, le informazioni che costituiscono (semplicemente) frutto di strategie comunicative di *marketing*.

metodologica colta da quella dottrina²² che ha dedicato non poche fatiche (anche) alla individuazione dell'oggetto e del metodo degli studi di diritto dell'economia²³; un diritto che non si può distinguere

²² Solo per menzionare alcuni dei più noti studiosi che vi hanno riservato attenzione, G. QUADRI, *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1980; M. GIUSTI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994; M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995; A. CARULLO, *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1997; G. DI PLINIO, *Diritto pubblico dell'economia*, Milano, 1998; S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2019; G. LUCHENA, *Il diritto dell'economia*, in E. BANI, F. DI PORTO, G. LUCHENA, E. SCOTTI, *Lezioni di diritto dell'economia*, 2023, pp. 11 ss.; M. PELLEGRINI (c. dura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2023.

²³ G. DI GASPARE, *Oggetto e metodo del diritto dell'economia*, in *Amministrazioneincammino.it.*, 2017, pp. 3-5, ha avuto modo di rilevare che «il diritto dell'economia non si può distinguere sulla base di "istituti giuridici tipici", senza peraltro cadere necessariamente nell'annichilimento riduzionista della materia. Se si vuole trovare un fondamento al diritto dell'economia è necessario quindi ricercare un punto di osservazione che consenta di inquadrare la materia in una visione d'insieme concettualmente ordinata. Diviene necessario arretrare il punto di osservazione, abbandonando il piano di ricostruzione analitico sistematica degli istituti assumendo, in via di prima approssimazione, ad oggetto del diritto dell'economia non lo studio degli istituti ma quello delle istituzioni. Si definisce così un secondo livello di rappresentazione della realtà giuridica non contrapposto, ma piuttosto complementare, a quello tradizionale degli istituti. Le istituzioni sono sostanzialmente diverse dagli istituti. Esse sono giuridicamente fattispecie complesse al cui interno si collocano gli istituti giuridici, senza però che le prime siano scomponibili nei secondi. In questo modo, prende forma un diverso piano di rappresentazione della fenomenologia giuridica che consente di configurare il diritto dell'economia quale diritto delle istituzioni rilevanti per il sistema economico. Un diritto di secondo livello, dunque, che va oltre la ricostruzione positiva dagli istituti e che ha a proprio oggetto lo studio delle relazioni che intervengono tra le istituzioni rilevanti per l'economia. Il concetto di istituzione, tipico peraltro anche delle scienze sociali ci consente, in via di prima approssimazione, di distinguere il diritto dell'economia dagli altri rami del diritto che si occupano, invece, dello studio di specifici istituti giuridici ordinati per settori o per materie. In questo ordine di idee, le istituzioni vengono in evidenza come centri di imputazione di attività giuridicamente rilevanti. Esse rappresentano una strutturazione simbolica della realtà giuridica. [...] il diritto dell'economia, studiando le istituzioni e non i singoli istituti, ha un proprio oggetto differenziato che, in via di prima approssimazione, definiamo come lo studio delle istituzioni fondamentali per l'economia (pubblici poteri, mercato ed impresa) e dei rapporti interistituzionali intercorrenti tra le stesse istituzioni. Ad essi è necessario aggiungere anche lo studio dei rapporti istituzionali, intesi questi ultimi come rapporti tra le stesse istituzioni e gli individui. Tali rapporti danno luogo alle posizioni giuridiche fondamentali degli individui stessi nei confronti delle diverse istituzioni, con le quali si relazionano

sulla base di istituti giuridici tipici, perché tutto teso ad esaminare, con un approccio pratico-teleologico e transdisciplinare²⁴, le istituzioni e, dunque, i rapporti tra mercato, poteri pubblici, imprese e individui. In questo ordine di idee, l'itinerario argomentativo di cui ci si intenderà avvalere sarà grossomodo strutturato in due parti. Innanzitutto, sarà compiuta una rapida panoramica dei compiti e delle prerogative che la proposta di direttiva *omnibus* attribuisce ad ESMA e ad EIOPA. Successivamente, saranno sviluppate alcune considerazioni volte a sussumere e misurare i nuovi compiti che le Autorità europea di

giuridicamente». Queste analisi sono ulteriormente sviluppate dallo stesso Autore nell'ormai celeberrimo, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2017. Più di recente, colpiscono e affasciano per ricchezza d'analisi, lucidità di pensiero e accattivante stile di prosa, le riflessioni di G. LUCHENA, *Orizzonti del Diritto dell'economia: un'introduzione oggetto, metodo, dottrine*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2023, I, pp. 424 ss., il quale osserva — tra i moltissimi altri aspetti degni di attenzione — che «il diritto dell'economia è caratterizzato da un'ampia e pluriversa configurazione, connotato da una dimensione interdisciplinare e transdisciplinare, con peculiarità e caratteristiche identitarie sue proprie. L'oggetto del diritto dell'economia assume una poliedricità contenutistica e un'organicità di metodo tale da consentirle di fungere quale caleidoscopio dell'elaborazione teorica di una molteplicità di fattispecie, di fenomeni e di dinamiche riconducibili al fattore economico, alle attività economiche e al mercato. Il richiamato aspetto interdisciplinare rappresenta una delle cifre identitarie del diritto dell'economia quale sapere giuridico morfologicamente aperto e dinamico. Il diritto dell'economia studia dinamicamente i cambiamenti sociali, istituzionali, politici ed economici determinati dalla realtà effettiva e dalla fenomenologia conseguente ai cicli economici, dagli assetti dei sistemi politici e dalle forme di governo, ed è sostanzialmente il testimone privilegiato dei fenomeni grazie alla sua apertura agli altri saperi giuridici: l'evoluzione socio-economica determina il bisogno di nuove regolazioni (p. 438). Il metodo del diritto dell'economia è il diritto dell'economia quale strumento interdisciplinare d'indagine di un complesso di fonti normative (costituzionali, sovranazionali, primarie, secondarie) che involge le istituzioni plurilivello e globali quali soggetti regolatori o interventori nell'economia: metodo teorico-pratico arricchito dalle dinamiche e dai contesti giuridico-economici di un determinato momento storico nel quale trovano (dovrebbero trovare) piena legittimazione democratica gli elementi fenomenologici tipici dei sistemi politici (sistemi elettorali, ruolo delle comunità intermedie, organizzazione istituzionale, funzione giurisdizionale, e così via), in un continuo scambio di apporti e di teoriche che coronano la materia di una molteplicità di punti di osservazione» (p. 443).

²⁴ A questo proposito, si rinvia alle riflessioni sviluppate, con consueta straordinaria profondità di pensiero e notevole chiarezza espositiva, da F. CAPRIGLIONE, M. SEPE, *Riflessioni a margine del diritto dell'economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, II, pp. 385 ss.

vigilanza saranno chiamate a svolgere alla luce di alcune «fattispecie complesse» che la RIS presuppone ed evoca: i caratteri indefettibili della regolazione mediante informazione, il ruolo che i *policy maker* sono chiamati ad assumere nel governo della regolazione mediante informazione e il c.d. sovraccarico informativo.

2. *Mercati finanziari e asimmetrie informative negli investimenti al dettaglio*

Il filosofo greco Diogene, detto il Cinico, pare fosse solito intendere il mercato come un luogo appartato dove gli uomini possono ingannarsi l'un l'altro²⁵. Fin troppo scontato rilevare che si tratta di una definizione di mercato²⁶ quanto meno corriva e provocatoria. E tuttavia appare contrassegnata — piaccia o meno ammetterlo — da un componente di intrinseca verità: gli *animal spirits*²⁷ di keynesiana memoria conducono spesso volte i soggetti coinvolti in negoziazioni a veicolare le informazioni relative al prodotto o al servizio che intendano offrire in maniera tale che ne siano esaltate le qualità e i vantaggi e, al contempo, ridimensionati i difetti e gli svantaggi. Del resto, numerosissime analisi

²⁵ Sui fondamentali teoretici della filosofia dei Cinici, si v. G. ZUCCANTE, *Diogene il Cinico*, Sabadell, 2020.

²⁶ M.R. FERRARESE, *Immagini del mercato*, in *Stato e mercato*, 1992, pp. 291 ss., precisa che «il concetto di mercato è uno dei più usati dagli economisti. Anche in sociologia e, più in generale, nelle scienze sociali (scienza politica, storia, filosofia), ci si imbatte di frequente in questo termine. Ma ad un uso tanto frequente, ed esteso a discipline diverse, non corrisponde una parallela attenzione data nella letteratura a tale concetto. Generalmente il concetto di mercato viene assunto come un dato carico di riferimenti a pochi e condivisi tratti caratteristici, e viene usato senza ulteriori precisazioni o indagini analitiche. [...] Oltre a questa scarsa attenzione analitica nei confronti del concetto di mercato, un'altra caratteristica appare diffusa: la tendenza a parlare di mercato in maniera spesso allusiva, talora metaforica, e ad indicare con questo termine cose non sempre coincidenti. Il termine «mercato» si rivela insomma polisemico. La polisemia del termine «mercato» risalta ancor più se si pensa al termine «commercio», la cui valenza semantica è enormemente più ristretta: il commercio è un tipo di «pratica» bilaterale, consistente nello scambio di beni, generalmente per fini di lucro».

²⁷ Sul concetto di «spiriti animali» all'interno dei mercati, interessanti e progredite sono le riflessioni svolte da R.J. SHILLE, *Animal Spirits*, Princeton, 2009.

economiche²⁸ hanno dimostrato come una delle principali cause di «fallimento del mercato»²⁹ sia quella delle «asimmetrie informative»³⁰:

²⁸ Per tutti, D.W. PEARCE, *Market Failure*, in *Macmillan dictionary of modern economics*. Washington, 1986; J.E. STIGLITZ, *Markets, market failures and development. Perspectives on economic development*, in *American Economic Review*, 1998, pp. 193 ss.

²⁹ S. CUNNINGHAM, *Understanding market failures in an economic development context*, Pretoria, 2011, pp. 4-26, afferma che «in a market economy, the market is the most important place for producers and customers to coordinate their actions. Most people immediately think of a physical marketplace, but it can also be virtual (a stock exchange) or abstract, such as a futures exchange. Recently, authors such as Harford and Levitt and Dubner have contributed towards raising the awareness of economics and particularly the role of markets in the everyday lives of people through the publication of popular books. The market is the most efficient way of making resource allocation decisions. In markets, resource allocation decisions are taken in a decentralised way by producers and customer. The price is the main means of communication. Rising prices signal producers to produce more, falling prices tell them to scale back production. The same price signals tell customers about quality or perhaps even value. [...] that for a market to work, five specific elements are required as a platform: a) Information that flows smoothly; b) Property rights that are protected; c) People must be able to be trusted to fulfil their promises; d) Side-effects on third parties must be curtailed. Moreover, Rodrik (2000:5-10) identifies five non-market institutions that are needed for markets to perform: a) Property right; b) Regulatory institutions; c) Institutions for macroeconomic stability; d) Institutions for social insurance; e) Institutions for conflict management. The term “market failure” does not imply that a market is not working at all, but that it is not working efficiently because it is not producing goods that are wanted. In the economics literature several different market failures are described: Natural monopoly; External effects; Indivisibilities or economies of scale; Asymmetric information; Public goods».

³⁰ Per ogni approfondimento sul tema, guardato anche da una prospettiva più ampia e riferita ai tre settori del mercato finanziario, si rinvia a P. CORRIAS, *La disciplina del contratto di assicurazione fra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, II, pp. 1749 ss.; G. ROMAGNOLI, *La protezione dei consumatori tra novella e disciplina speciale dei contratti bancari e finanziari*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 405 ss.; V. PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetrie e condotte abusive*, Padova, 2008; A. URBANI, *Banca, attività bancaria, attività delle banche*, in Id., (a cura di), *L'attività delle banche*, Padova, 2010; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp., 36 ss.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e contratti bancari: l'esperienza italiana*, in *Revista de la Facultad de Derecho de México*, 2019, II, 809 ss.; ID., *Asimmetrie informative e rapporti Contrattuali*, Padova, 2002; ID., *La Contrattazione Bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012; M.A. SALERNO, *Sul contenuto e la forma della valutazione di adeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari e*

la condizione in cui tra due o più agenti che si trovano ad agire sul mercato per concludere un rapporto negoziale, solo alcuni dispongano di un *set* informativo (adeguato e attendibile) per compiere valutazioni e assumere scelte consapevoli in ordine alla convenienza, o meno, di stipulare quel contratto avente ad oggetto quel determinato prodotto.

Il tema delle informazioni e, più propriamente, la preoccupazione per i rischi sottesi delle asimmetrie informative è sempre stato avvertito dalla regolazione dei mercati finanziari. Le norme in materia di informazione sono state all'origine del *corpus* normativo dell'Unione europea sui mercati dei capitali già alla fine degli anni '80, per poi svilupparsi in tutti gli altri settori della legislazione finanziaria³¹. Se non

dei relativi obblighi informativi nella disciplina pre-MiFID, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, III, pp. 415 ss.; ID. *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina*, in A. PACIELLO, V. SANTORO; P. VALENSISE (a cura di), *Regole e Mercato*, Torino, 2016, pp. 427 ss.; ID., *La disciplina in materia di protezione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente?*, in *Dir. banc.*, I, 2016, pp. 437 ss.; C. CORVESE, *La tutela dell'investitore in prodotti finanziari assicurativi tra il ritorno alla vigilanza settoriale e la necessità di livellare il piano di gioco fra il mercato mobiliare ed il mercato assicurativo*, in A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE (a cura di), *Regole e Mercato*, cit., pp. 478 ss.; V. SANTORO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari in prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Priips)*, in A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE, *op. cit.*, pp. 525 ss.; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 1110 ss.; M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, pp. 578 ss.; M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, IV, pp. 145 ss.

³¹ In particolare, F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy How to boost retail investors participation in financial markets*, 2023, consultabile anche in www.dirittobancario.it, pp. 30-31, ricorda come «disclosure rules were at the origin of the entire body of EU capital markets law back in the late 1980s, starting from the original Directives on prospectus and listing, and have been developing steadily in all other areas of financial legislation since then. This development has been carried out by concentrating on the need to provide increasing, more expansive and granular information, rather than focussing on the quality and the effectiveness of disclosure. In most, if not all areas of financial legislation there is now an intricate web of disclosure rules, most of which need to be carefully reconsidered in terms of their effective utility, especially for retail investors. Over time, and in relation to disclosure, EU legislation did not adequately address the following matters: (i) disclosure rules are a double-edged sword. On the one hand, they are generally designed to protect

fosse che questa attenzione (risalente e costante) riservata alle informazioni che debbono essere rese da imprese e intermediari in favore dei clienti (attuali o potenziali) non ha prodotto i risultati auspicati. La finalità è sempre stata quella di favorire la divulgazione di informazioni quanto più possibile completa, di guisa da favorire una partecipazione consapevole degli investitori. Tuttavia, è innegabile che — nonostante la presenza di intermediari comunque attenti alle esigenze informative della loro clientela — ai propositi e alle visioni politiche non ha fatto seguito una regolazione pienamente efficace ed efficiente nel perseguimento degli obiettivi che si era inteso conseguire.

investors, and to support them in taking appropriate and informed investment decisions. On the other hand, they may serve as a means to shield issuers and product companies from issues of liability, and thereby function in order to serve objectives quite opposite to the ones that they were initially designed to pursue. This risk becomes evident especially when disclosure is excessive, inflated, and difficult to understand, as is – unfortunately – often the case in the existing legislations, as clearly shown by the Report. The recent attempts of the EC to revisit and simplify, for instance, the rules on prospectus⁸⁴ are a clear indication of how important this aspect is, but they are too timid; (ii) further to the above, disclosure rules should be structured in such a way as to provide only information which is effectively useful, if not essential, from the perspective of the investors; (iii) multiple layers of information in relation to the same transaction ought to be avoided. As the Report points out, there are overlapping and concurring information duties that result in information excess: for instance, when a certain product is placed to retail clients in the context of the provision of investment services, the comprehensive information duties established by MiFID II combine with those on the underlying product (prospectus, key investor information document (KIID), etc.); (iv) across different sectors, disclosure rules do not consider the need to have substance prevail over form. Most of the times, disclosure regimes differ on the basis of purely formal elements, disregarding the fact that the products share many similarities: this is the case, for instance, of several insurance-based financial products vis-à-vis investment funds; (v) ultimately, it should be kept in mind that the core legislation on disclosure was developed in times when EU rules did not include provisions covering, amongst other, investment services, investment funds, and other major areas of financial intermediation. The founding “father” of EU capital markets regulations – the prospectus regime – was conceived decades ago in a context where there was little or no further legislation in that field, particularly as to service providers or conduct of business rules (the ISD dates back to 1993). Disclosure rules should therefore be re-considered and re-assessed in a context where the roles of intermediaries, in supporting and intermediating investors’ decisions, has become decisive. Information to the market is in fact mostly filtered, in different ways, by professionals, and the approach to the disclosure regimes should consider this evolution».

Non servono indaginose analisi e sofisticate argomentazioni per dare riprova del fatto che, qualcosa, evidentemente non ha funzionato come doveva. È sufficiente limitarsi a ribadire che le proposte di direttiva *omnibus* e di regolamento su cui fonda la *EU Retail investment strategy* mirano — tra le altre cose — a realizzare un cambio di paradigma: dalla «informazione di facciata» (od obesità informativa) alla «informazione selettiva, intelligente e standardizzata». L'obiettivo eurounionale di realizzare una «economica al servizio delle persone» abbisogna di misure dirette a favorire una maggiore partecipazione degli investitori al dettaglio al mercato dei capitali; partecipazione che deve avvenire in maniera più responsabile e consapevole. Cosa fare, allora? Intervenire (anche) sul fronte dei «contenuti», dei «formati» e del «controllo» delle informazioni che gli intermediari finanziari e assicurativi debbono mettere a disposizione delle autorità di vigilanza e dei loro clienti, così da migliorare la complessiva trasparenza del mercato³². Le criticità sin qui riscontrate sono, infatti, diverse: difficoltà di accedere ad informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili, il rischio di essere influenzati da informazioni di *marketing* non realistiche attraverso canali digitali e pratiche ingannevoli, etc³³. Una simile realtà (dis)informata ha finito per dare luogo ad un paradosso: anziché proteggere i clienti, consentendo loro di acquisire delle informazioni adeguate e pertinenti per la realizzazione di investimenti responsabili³⁴, le regole sull'informazione hanno assunto le fattezze di

³² In argomento, P. MONTALENTI, *Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, II, pp. 250 ss.; G. MAZZEI, *Trasparenza dei contratti e dei mercati bancari e finanziari*, Bari, 2018; A.M. PANCALLO, *La trasparenza bancaria nella transizione ad un mercato sostenibile*, Bari, 2022; A. URBANI, *La «trasparenza» nel diritto dell'economia*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia, cit.*, pp. 233 ss.

³³ Nemmeno a dirlo, plurime le cause: dalla insufficiente standardizzazione delle informazioni che debbono essere rese agli investitori al dettaglio alla sovrabbondanza, stordente e disorientante, di informazioni che sono rese ai consumatori, dalla difficoltà di confrontare i prodotti e servizi offerti con parametri che siano attendibili alla scarsa efficacia della cornice normativa, che ha finito con l'incentivare la condivisione di informazioni sempre più dettagliate e granulari, in luogo di informazioni chiare e comprensibili (ossia informazioni più di forma che di sostanza).

³⁴ In argomento, per queste e altre questioni speculari, si v. M. RABITTI, *Disorientamento e opportunismo del consumatore nei contratti del mercato finanziario*, in *IANUS Diritto e finanza*, 2019, III, pp. 40 ss.; ID., *Il consumatore*

un obbligo di facciata, capace di manlevare da responsabilità quegli intermediari dal fare poco corretto. Formalmente esse vanno conformandosi agli obblighi informativi previsti dalla regolazione di settore, ma nel farlo si prodigano spesso volte nella somministrazione di informazioni che, per obesità contenutistica e scarsa comprensibilità, aiutano poco o nulla il cliente ad orientarsi in merito alla convenienza, o meno, di un determinato prodotto o servizio³⁵.

3. ESMA ed EIOPA nell'attuazione delle misure per il potenziamento della «consapevolezza» degli investitori retail. Uno sguardo d'insieme

Su di una simile realtà, fatta di claudicanze, inefficienze e incertezze informative, puntano ad innestarsi le proposte di direttiva e di regolamento della RIS. Al pari di ogni proposta destinata ad incidere sulla cornice giuridica di un determinato ambito o settore economico, anche tali misure non sono autosufficienti. Per sortire i loro effetti, conformando la realtà fattuale al modello legislativo predeterminato

vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2023, pp. 1-9.

³⁵ In dottrina, la rilevanza dell'informazione quale autonomo bene giuridico, sia pure strumentale, è indagata da A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Torino, 2023. Per un inquadramento generale, anche in ordine alle conseguenze connesse alla violazione degli obblighi informativi nei mercati finanziari, E. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela del consumatore*, Napoli, 2000; R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, III, pp. 72 ss.; ID., *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, I, pp. 769 ss.; R. LENER, *Forme contrattuali e tutela del contraente non qualificato nel mercato finanziario*, Milano, 1996; A. NAZZARO, *Obblighi di informazione e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, IV, 2005, pp. 587 ss.; G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 115 ss. F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; A. TUCCI, *Il rapporto intermediario/cliente, fra servizio e contratto*, in AA.VV., *Scritti giuridici in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, pp. 813 ss.; G. BASTIANELLI, *Violazione degli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento e riparto dell'onere probatorio nei giudizi di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2020, III, pp. 809 ss.

astrattamente, le regole giuridiche dirette potenziare la consapevolezza degli investitori al dettaglio necessitano di essere affiancate, nella loro concreta estrinsecazione, da un intervento pubblico, sia esso di *rulemaking* ovvero di *adjudication*. È per questo che la *EU Retail Investment Strategy* prevede l'attribuzione di più e diverse prerogative, per i rispettivi settori di competenza, all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)³⁶ e all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)³⁷. Pur trovandosi in presenza di compiti eterogenei — talvolta quasi-regolatori, talaltra di amministrazione attiva — risultano accomunati sul fronte teleologico: quello di migliorare la qualità del *set* di informazioni che gli intermediari e le imprese di assicurazione sono obbligati a fornire agli investitori al dettaglio, così da atteggiarsi a «poteri sull'informazione per l'informazione».

In linea generale, è contemplato il conferimento ad entrambe le Autorità europee di vigilanza³⁸ del potere di definire, aggiornare e

³⁶ Cfr., Regolamento 1094/2010/Ue del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

³⁷ Cfr., Regolamento 1095/2010/Ue del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

³⁸ La dottrina sull'argomento è amplissima. Senza pretesa di esaustività, in ordine sparso, si v. R. D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc. fin.*, 2011, II, pp. 109 ss.; D. MASCIANDARO, *La riforma della vigilanza in Europa e Stati Uniti: i quesiti aperti*, in P. BILANCIA (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012, pp. 65 ss.; L. TORCHIA, *La regolazione indipendente nell'ordinamento europeo: i nuovi organismi di settore*, in *ibidem*, pp. 257 ss.; E. CHITI, *Le agenzie europee. Unità e decentramento nelle amministrazioni europee*, Padova, 2002; ID., *La dimensione europea e globale*, in L. TORCHIA (a cura di), *Il sistema amministrativo italiano*, Bologna, 2009, pp. 171 ss.; ID., *Decentralized Implementation. European Agencies*, in *Oxford Principles of European Union Law*, 2018, pp. 748 ss.; M. BUSUIOC, *Rule Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*, in *European Law Journal*, 2013, pp. 113 ss.; E. D'ALTERIO, *Agenzie e autorità europee: la diafasia dei modelli di organizzazione amministrativa*, in *Dir. amm.*, 2012, IV, pp. 801 ss.; GV. SALVATORE, *Le Agenzie tra Unione Europea e stati membri. Oltre la sussidiarietà*, in ID. (a cura di), *Le Agenzie dell'Unione Europea. Profili istituzionali e tendenze evolutive*, Pavia, 2011, pp. 17 ss.; C. TOVO, *Le agenzie*

mettere a disposizione i parametri (o, se si preferisce, gli *standard*)³⁹ di riferimento dei costi e del rendimento dei prodotti alla luce dei quali gli intermediari saranno tenuti a confrontare i loro prodotti prima di proporli sul mercato. Per facilitarne l'elaborazione viene quindi auspicato un «procedimento composito»⁴⁰ fondato su una intermediata cooperazione informativa: le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi distributori di prodotti assicurativi debbono segnalare alle autorità competenti dello Stato d'origine tutta una serie di informazioni dettagliate su costi e oneri del prodotto e sulle caratteristiche dello stesso quanto al rendimento e al livello di rischio; a loro volta, in un'ottica di circolarità informativa, le autorità di vigilanza nazionali trasmetteranno le informazioni ricevute dagli operatori ad ESMA ed EIOPA, di modo che le stesse possano provvedere alla determinazione e all'aggiornamento dei parametri di riferimento.

Di poi, le stesse Autorità europee di vigilanza sarebbero chiamate ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire la serie di dati da trasmettere e le modalità di adempimento degli obblighi di comunicazione alle autorità nazionali. Ma i compiti e le

decentralizzate dell'Unione europea, Napoli, 2016; R. PISELLI, *Uno sguardo alle agenzie decentralizzate attraverso il prisma del principio di sussidiarietà*, in *Amministrazione in cammino*, Roma, 2017, pp. 3 ss.; J. ALBERTI, *Le agenzie dell'Unione europea*, Milano, 2018.

³⁹ Sulla regolazione pubblica mediante *standard* di taglio prevalentemente tecnico, P. LAZZARA, *La normativa tecnica. Integrazione tra pubblico e privato nella prospettiva della pluralità degli ordinamenti*, in *Studi in onore di Alberto Romano*, Napoli, 2011, pp. 395 ss.; G. DELLA CANANEA – A. SANDULLI, *Global standards for public authorities*, Napoli, 2013; V. BERLINGÒ, *Il fenomeno della datafication e la sua giuridizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2017, III, pp. 641 ss.; G. M. MARENGHI, *Standard e regolazione condivisa*, Torino, 2018.

⁴⁰ In argomento, E. PICOZZA, *Il regime giuridico del procedimento amministrativo comunitario*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 1994, I, pp. 346 ss.; S. CASSESE, *Il procedimento amministrativo europeo*, in F. BIGNAMI – S. CASSESE (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Milano, 2004, pp. 31 ss.; G. DELLA CANANEA, *I procedimenti amministrativi composti dell'UE*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, IV, pp. 307 ss.; G. MASTRODONONATO, *I procedimenti amministrativi composti nel diritto comunitario*, Bari, 2007; ID., *Profili procedurali nella nuova amministrazione condivisa in Europa*, Bari, 2018; S. ANTONIAZZI, *Procedimenti amministrativi comunitari composti e principio del contraddittorio*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2007, II, pp. 701 ss.;

prerogative delle Autorità europee di vigilanza non si esaurirebbero qui. Ve ne sarebbero di altri, non meno importanti: p. es., l'elaborazione di orientamenti agli intermediari che divulgano informazioni in formato elettronico, l'elaborazione di orientamenti sugli strumenti finanziari rischiosi, la formulazione di norme tecniche di regolamentazione sul formato e sulla terminologia delle informazioni che devono essere rese agli investitori, etc.⁴¹. Fin qui i compiti quasi-regolatori, i quali si

⁴¹ Più in particolare, al netto delle modifiche e degli aggiustamenti che il testo della proposta di direttiva *omnibus* potrà ragionevolmente subire in sede di approvazione, da parte del Parlamento e del Consiglio, la versione resa dalla Commissione europea, in linea con le funzioni di cui è già attribuita in virtù del Regolamento istitutivo n. 1095/2010, prevede che (ESMA): *a*) elabori e aggiorni orientamenti destinati agli intermediari finanziari che divulgano informazioni in formato elettronico per aiutare le stesse a struttura l'informazione in modo idoneo (modelli, accessibilità e reperibilità dell'informazione, etc.); *b*) elabori e aggiorni periodicamente orientamenti sul concetto di strumenti finanziari particolarmente rischiosi; *c*) elabori progetti di norme tecniche di regolamentazione per precisare il contenuto delle avvertenze sul rischio connesso al prodotto e controlla la coerente applicazione di esso in tutti gli Stati membri; *d*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione in merito al formato e alla terminologia standardizzata con cui le imprese di investimenti informano (prima della conclusione dell'operazione) sui costi, oneri e pagamenti che coinvolgono eventuali terzi; *e*) elabori progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il formato e il contenuto della *comunicazione* che l'intermediario deve rendere al cliente in ordine al fatto che la inesattezza o l'incompletezza (conoscenza ed esperienza del settore, situazione finanziaria, capacità di sostenere perdite, etc.) delle informazioni fornite dal cliente possa incidere negativamente sulla valutazione dell'idoneità e adeguatezza del prodotto rispetto alle esigenze dello stesso, dell'*avvertenza* che l'intermediario deve rendere al cliente in ordine al fatto che la mancanza di informazioni impedisce all'impresa di stabilire se il prodotto sia idoneo e adeguato al cliente, nonché della relazione sulle informazioni raccolte, che l'intermediario deve mettere a disposizione del cliente che ne faccia richiesta; *f*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il formato e il contenuto dell'*avvertenza* che l'intermediario deve dare al cliente quando, in base alle informazioni fornite dallo stesso, valuti che il prodotto non sia idoneo e adeguato alle suo profilo; *g*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione sui dati, i metodi, le modalità e la frequenza con cui gli intermediari finanziari che operano su base transfrontaliera debbono trasmettere all'autorità competente dello Stato d'origine, che a sua volta debbono trasmetterli all'ESMA (p. es., elenco degli Stati ospitanti, gamma e portata dei servizi prestati, numero e categoria di clienti, tipo di comunicazione di *marketing*, etc.). A sua volta, l'EIOPA, sempre al netto delle possibili modifiche che la proposta di direttiva *omnibus* potrebbe registrare nella sua versione definitiva, sarebbe legittimata: *a*) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione sul

porrebbero in perfetta linea di consonanza con la c.d. dottrina Romano⁴², dal momento che sarebbe prevista una delega esplicita, i

contenuto delle informazioni che debbono essere trasmesse dall'autorità nazionali dai distributori assicurativi che svolgono attività transfrontaliera (es., elenco Stati ospitanti, tipo di attività di distribuzione, tipo di prodotto assicurativo, numero e di clienti, etc.), nonché progetti di norme tecniche di attuazione con le quali specificare il formato dei dati, le modalità e la frequenza di trasmissione alle autorità nazionali; b) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il contenuto, il tipo di dati, il formato, il metodo, le modalità e la frequenza con cui le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi debbono comunicare alle autorità nazionali il dettaglio dei costi e degli oneri associati al prodotto, inclusi i costi di distribuzione incorporati nel prodotto, i dati sulle caratteristiche del prodotto, in specie i livello di rischio e il rendimento; c) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il formato, il contenuto e la lunghezza delle *informazioni* che le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi debbono rendere al cliente prima che sia vincolato al contratto o all'offerta (p.es., se la consulenza sia, o meno, prestata su base indipendente, la descrizione delle principali caratteristiche del prodotto con indicazione del rischio associato al prodotto, costi e oneri espliciti e impliciti connessi al prodotto, informazioni generali sulle disposizioni fiscali applicabili al prodotto, etc.), come pure dell'estratto annuale che i realizzatori di prodotti di investimento assicurativo sono chiamati a fornire al cliente (p.es., costi e onore totali, pagamenti effettuati nei 12 mesi precedenti dall'assicurato, etc.); d) ad elaborare progetti di norme tecniche della relazione con la quale sono raccolti i dati circa la conoscenza e l'esperienza del cliente in materia di investimenti assicurativi, nonché dell'avvertenza che l'operatore è tenuto a dare circa la non idoneità del prodotto rispetto al profilo del cliente.

⁴² Sul punto, A. KREHER, *Agencies in the European Community. A step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, pp. 228 ss.; R.D. GERARDIN, N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, in *Jean Monnet Working Paper n. 1*, 2004, pp. 11 ss.; P. MAGNETTE, *The Politics of Regulation in the European Union*, in D. GERARDIN, R. MUÑOZ, N. PETIT (a cura di), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Chetenham, 2005, pp. 7 ss.; E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, pp. 1420 ss.; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything under control? The way forward for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, pp. 3 ss.; T. TRIDIMAS, *Community Agencies, Competition Law, and ECSB Initiatives on Securities Clearing and Settlement*, in P. EECKHOUT, T. TRIDIMAS (a cura di), *28 Yearbook of European Law 2009*, Oxford, 2010, pp. 16 ss.; P. SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the veil on the allocation of powers*, in *Common Market Law Review*, 2011, pp. 1897 ss.; M. SIMONCINI, *The Erosion of the Meroni Doctrine: The Case of the European Aviation Safety Agency*, in *European Public Law*, 2015, pp. 309 ss.; ID., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel*

poteri esercitabili sarebbero ben definiti e non implicherebbero scelte politiche e di indirizzo strategico. Ad essi sia affiancherebbero, nondimeno, compiti più propriamente amministrativi, implicanti un ruolo, in certo senso, più operativo: p. es., l'istituzione di una banca dati elettronica contenete le informazioni sugli intermediari che operano su base transfrontaliera, nonché la facoltà di istituire e coordinare, di propria iniziativa ovvero su richiesta di una o più autorità nazionali, delle piattaforme di collaborazione (ossia luoghi fisici o telematici di confronto) per favorire lo scambio di informazioni in ordine alle condotte assunte da intermediari transfrontalieri, etc.

4. *La regolazione basata sull'informazione (o disclosure regulation) e le misure della Eu Retail Investment Strategy*

La rapida ricognizione delle prerogative che le Autorità europee di vigilanza saranno plausibilmente chiamate ad esercitare sul fronte delle informazioni nel segmento *retail* dei mercati finanziari consente di compiere il passaggio successivo. Quello di provare a misurare — in linea con l'approccio istituzionale di cui si è detto in apertura — le previsioni contenute nelle proposte di direttiva e di regolamento con le «istituzioni» che presuppongono ed evocano. Esse sono tre e possono essere dislocate lungo altrettanti livelli logico-concettuali: lo «strumento», i «corpi pubblici» e le «finalità perseguite».

Nella parte in cui è preordinata a migliorare la qualità delle informazioni da mettere a disposizione degli investitori *retail*, lo «strumento» su cui fonda l'intera RIS può essere indentificato — a rigore — nella *regulation by information* (regolazione mediante informazione) o *disclosure regulation*⁴³. In via di prima

diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria, in *Nomos*, 2015, pp. 1-20.

⁴³ Per una ordinata tassonomizzazione delle diverse forme di regolazione, si vv. A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, Oxford, 1994; B. DU MARAIS, *Droit public de la régulation économique*, Parigi, 2004; R. BALDWIN - M. CAVE - M. LODGE, *Understanding regulation*, Oxford, 2012. Con specifico riferimento alla regolazione tramite informazione, limitandoci alla dottrina italiana, si segnalano i contributi di F. DI PORTO, *L'informazione come oggetto e come strumento di regolazione (il caso dei mercati energetici al dettaglio)*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, I, pp. 975 ss.; ID., *La regolazione degli obblighi informativi. Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017. Sempre, F. DI PORTO, *Protezione ed*

approssimazione, con tale espressione suole indicarsi quell'insieme di prerogative, di procedure e di regole attraverso cui le autorità pubbliche deputate al governo di uno o più settori dell'economia puntano al conseguimento di un duplice obiettivo: per un verso, acquisire e raccogliere dati e informazioni determinanti per i loro processi decisionali; per altro verso, assumere le determinazioni regolatorie (vincolanti o meno) preordinate a fissare gli *standards* alla luce dei quali i soggetti regolati sono chiamati a conformare l'esercizio dell'attività di impresa quanto ai dati e alle informazioni da mettere a disposizione delle loro (attuali o potenziali) controparti contrattuali.

A livello europeo, la regolazione tramite informazione è stata interessata — prima e più di altre tipologie di regolazione (p. es.,

empowerment del consumatore: profili cognitivi della regolazione, in *Amministrazioneincamminino.it*, 2012, spec. pp. 2-4, osserva che «l'informazione è oggetto di regolazione quando si impongono agli operatori obblighi di information disclosure [...] oppure si vieta agli stessi di fornire ai consumatori informazioni false o ingannevoli. Analogamente, l'informazione può essere oggetto di regolazione anche in relazione al lato dell'offerta e quindi a vantaggio degli operatori [...]. Ma la *disclosure regulation* può anche essere state disclosure, dove cioè l'informazione è prodotta e offerta direttamente da un regolatore settoriale o dal governo (parliamo in tal caso di informazione istituzionale). [...] Qui l'informazione è usata come strumento di regolazione, con il fine di veicolare e indirizzare il comportamento di operatori e consumatori verso un obiettivo desiderato (viene alla mente, ad es., la pubblicazione di tavole sinottiche di confronto delle offerte commerciali sui mutui, la quale mira ad incrementare la trasparenza, ma anche la concorrenza tra operatori finanziari). È chiaro che la *disclosure regulation*, qualche che ne sia la forma, può essere alternativa o complementare ad altre strategie regolatorie: ad es., dinnanzi ad un bene potenzialmente dannoso il regolatore può scegliere se intervenire con standard di prodotto, con il divieto di immissione in commercio, oppure con obblighi informativi sulla pericolosità del bene. Ognuno di questi peraltro ha un'influenza diversa sull'autonomia delle imprese e dei consumatori e consente un diverso grado di differenziazione del consumatore: mentre lo *standard* di prodotto lascia immutata l'eterogeneità dei consumatori, l'obbligo informativo tende ad omogeneizzarli senza tener conto delle diverse capacità cognitive. [...] il rationale dell'intervento regolatorio è quello della riduzione dell'asimmetria informativa: consentire ai destinatari dell'informazione (consumatori, risparmiatori, elettori, operatori che ad es., chiedono l'accesso alle reti) di compiere scelte consapevoli, cioè basate sulle loro preferenze e non alterate da strategie commerciali aggressive o carenti di informazione. L'esigenza resta quella di irrobustire il consenso della parte non professionale, lasciandone intatta la libertà di scelta. Alla base c'è la convinzione, razionale, che dotando il consumatore dell'informazione questo sarà messo in condizione di orientare le proprie scelte in maniera adeguata».

regolazione *command and control*, regolazione basata su incentivazioni dirette o indirette) — da continui mutamenti, che sono venuti cumulandosi l'uno all'altro. Si danno quattro fasi. La prima è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di alcune strutture pubbliche con il compito di raccogliere e pubblicare informazioni relative al settore di competenza, al fine di elaborare rapporti consultivi a supporto della Commissione europea (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità di supporto interistituzionale*»⁴⁴). La seconda fase è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di strutture deputate ad orientare il comportamento degli attori privati tramite l'acquisizione di dati e di informazioni, la loro pubblicazione e l'adozione di apposite *linee guida* (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità conformativa delle attività dei regolati*»⁴⁵). La terza fase è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di agenzie che, a fronte di obblighi di rendicontazione di dati e informazioni sempre più dettagliati, erano

⁴⁴ Come sostengono, C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *The changing nature of 'Regulation by Information': Towards real-time regulation?*, in *Eu. Law Journal*, 2023, spec. 1p. 74, «in EU law, Regulation by Information has evolved, in our view, in four subsequent but overlapping phases, all of which still exist in the regulatory toolbox. Regulation by Information was in all of these designed to ensure that the public be informed by regulatory choices and interpretations of the law, allowing regulated industries and individuals to adjust their behaviour according to the regulators' approaches. In the early phase of Regulation by Information, specific EU agencies were established to collect, structure and publish information in their respective fields of competence to influence individual behaviour as well as policy developments on the Member State and the EU levels. From a legal perspective, the agency's mandate to collect and disseminate information was not coupled with the power to issue binding regulatory decisions or rules. Having initially been used by the earliest EU agencies, this approach is still applied, for example by the European Network Information Safety Agency (ENISA). The latter collects information and brings together expertise on issues of cyber-security and techniques for developing European data spaces in an advisory role to companies and policymakers».

⁴⁵ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, spec. 174, «the second phase of development of Regulation by Information saw a shift in the approaches and mandates conferred on EU institutions and agencies.⁸ In this phase, EU institutions such as the Commission and EU agencies aimed to steer private actors' behaviour by virtue of publications. Institutions with the power to adopt binding regulatory decisions could publish information in the form of guidelines indicating how they would interpret regulatory powers conferred on them in legislative acts».

deputate ad adottare *standard* alla luce dei quali gli operatori economici dovevano assolvere i loro obblighi di rendicontazione nei confronti delle autorità pubbliche (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità di implementazione rendicontativa*»⁴⁶). La quarta fase è invece quella in cui la regolazione tramite informazione risulta incentrata, anche tramite il ricorso ad applicazioni e dispositivi offerti dalle nuove tecnologie informatiche e dell'intelligenza artificiale⁴⁷, sulla istituzione di agenzie che dettano *standard* con i quali viene ridotta la frequenza degli intervalli di tempo entro cui i soggetti regolati debbono trasmettere alle autorità pubbliche una considerevole mole di dati e informazioni, di modo da consentire alle stesse di aggiornare gli orientamenti, le linee guida e gli *standard* resi in precedenza (c.d. «*regolazione tramite informazione in tempo reale*»⁴⁸).

⁴⁶ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, p. 175, «the third dimension of Regulation by Information involves EU institutions and agencies having binding decisionmaking powers on individual cases and matters, as well as agencies at the EU Member State level implementing EU policies. Increasingly, EU policies impose detailed reporting obligations on market participants and data formats. Often, delegation allows agencies to define precise regulatory standards which can in turn be imposed on individuals in the context of their reporting obligations. This allows decision-making agencies, for example, to aggregate market data and target enforcement activities. The generalised ad hoc or periodic obligations to provide information can also be paired with requirements to deliver, on a case-by-case basis, information in the context of an investigation».

⁴⁷ Sui temi dell'intelligenza artificiale e sull'applicazione degli strumenti automatizzati per fini regolatori, si v. L. ENRIQUES, *Financial Supervisors and RegTech: Four Roles and Four Challenges*, in *Riv. trim. dir. fin.*, 2017, pp. 53 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ., Suppl.*, 2021, III, pp. 4 ss.; D. VALIANTE, *La regolazione dell'Intelligenza Artificiale in finanza: tra rischio e design*, in *ibidem*, pp. 37 ss.; R. LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *ibidem*, pp. 101 ss.; M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *ibidem*, pp. 186 ss.; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021; M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI – A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, Bologna, pp. 451 ss.

⁴⁸ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, p. 176, «EU agencies are increasingly entitled to require, and they require, not only ad hoc reporting but also a reduction in the intervals at which information must be supplied to the regulator (phase four). The latter has become increasingly prevalent in the field of financial regulation, used as a case study in this article. Obligations for transaction reporting on derivatives trading are a prime example: regulated entities are required to report

Come anticipato, le quattro fasi dell'evoluzione che ha interessato la regolazione *by information* non sono state coinvolte in una dinamica sostitutivo-espuntiva, bensì in una dinamica integrativo-cumulativa. Ai primigeni caratteri della regolazione tramite informazione sono venuti affiancandosi, combinandosi con esse, ulteriori caratteristiche.

Ebbene, le prerogative e i compiti che la RIS assegna ad ESMA e ad ESA paiono costituire paradigmatico esempio della volontà delle istituzioni europee di migliorare la morfologia della *regolazione by information* sui mercati finanziari attraverso l'assommamento delle varie caratteristiche che, nel corso del tempo, hanno interessato questo peculiare tipo di regolazione. Le disposizioni contemplate nella RIS permettono, invero, di rintracciare la presenza di diversi elementi di quello che può considerarsi, in certo senso, il «miglior tipo» di regolazione tramite informazione. In primo luogo, le previsioni contemplate nella Strategia sembrano presentare i caratteri della regolazione con finalità di supporto interistituzionale, nella misura in cui le Autorità europee di vigilanza sarebbero chiamate ad elaborare progetti di regolamentazione tecnica, così da ausiliare la Commissione nell'esercizio di funzioni regolatorie. In secondo luogo, sembrano presentare anche i caratteri della regolazione con finalità conformativa, dal momento che viene prevista l'adozione da parte di ESMA ed EIOPA di orientamenti, *standard* e parametri destinati ad orientare la condotta degli operatori economici quanto alla modalità, al contenuto e al formato con cui condividere le informazioni con le controparti contrattuali (attuali o potenziali). In terzo luogo, sembrano altresì presentare i caratteri della regolazione con finalità di implementazione rendicontativa, posto che viene prevista l'elaborazione, sempre da parte di ESMA ed EIOPA, di norme tecniche di regolamentazione dirette a specificare i dati, il contenuto, il formato e le informazioni che i soggetti regolati dovranno trasmettere alle autorità nazionali. Infine, paiono

millions of data points on a monthly basis.¹⁶ This is characterised by an increasing integration of ongoing information provision by regulated entities into the agencies' (almost) real-time decision-making based on that information. The move towards integration of information flows and regulatory decision-making stems from developments in regulatory technology enabling such integrated approaches. The integration of information reporting by regulated entities and regulatory decision-making go hand-in-hand with the deployment of advanced IT in the form of both RegTech used by businesses as well as RegTech used by agencies».

presentare pure i caratteri regolazione in tempo reale, in quanto il *set* di informazioni che i soggetti regolati dovranno trasmettere alle autorità nazionali, affinché le stesse potranno poi trasmetterle ad ESMA ed EIOPA, dovrebbe essere gestito attraverso l'utilizzo di macchine e dispositivi informatici capaci di favorire la rapida acquisizione di una considerevole mole di dati necessari a consentire il pronto aggiornamento degli *standards* e degli orientamenti già adottati.

5. *Il ruolo dei regolatori nella regolazione basata sull'informazione e le misure della Eu Retail Investment Strategy*

Ma qual è il ruolo che le autorità pubbliche debbono assolvere al fine di governare al meglio la regolazione tramite informazione? Gli esiti cui sono giunti alcuni interessanti studi permettono di comprendere che le organizzazioni pubbliche sono chiamate ad avere plurimi ruoli. Il primo è quello di provvedere alla definizione del quadro normativo; non soltanto però con l'adozione di norme giuridiche vincolanti (*hard law*), ma anche di regole tecniche connotate da una vincolatività dimidiata (*soft law*), quali ad esempio *standard*, orientamenti, parametri, linee guida, etc⁴⁹. Il secondo è quello di adottare regole (vincolanti o non vincolanti) capaci di rendere le informazioni in possesso degli operatori qualificati (i soggetti economici regolati) ampiamente accessibili, attraverso l'adozione di appositi *standard* e la creazione e gestione di apposite banche dati⁵⁰. Il terzo è quello di promuovere programmi di informazione e formazione del pubblico (p. es, avviando campagne di educazione finanziaria, portali di assistenza tecnica, etc.)⁵¹. Il quarto

⁴⁹ Secondo le tesi sostenute da F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance*, cit., p. 24, «the main role for regulators in informationbased regulation is to set the regulatory framework. Regulators can require mandatory disclosure of a firm's performance to be published either in online inventories (as in the TRI and other PRTRs), or displayed on the product or service itself. Regulators can also play a role in setting the regulatory framework in voluntary schemes by providing incentives for firms to disclose».

⁵⁰ Sempre F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 25, ritengono che «the second primary role for regulators is to make government data widely accessible. Public authorities may be able to gain economies of scale in data collection and then share these informational economies for the broader public benefit».

⁵¹ F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance*, cit., p. 26, ritengono che «third role for

può indentificarsi nel delegare a soggetti terzi (dotati delle necessarie competenze tecniche) l'attività di standardizzazione dei dati e delle informazioni⁵². Il quinto è quello di contribuire al miglioramento delle informazioni, aumentandone la credibilità e riducendo i rischi connessi alla disinformazione⁵³. Infine, quello di contribuire, con atti di più e diversa natura, alle modalità di formattazione, aggregazione, divulgazione e comunicazione di dati e informazioni⁵⁴.

Allo stesso modo di quanto s'è potuto constatare per le misure incentrate sul miglioramento della qualità delle informazioni che debbono essere rese agli investitori al dettaglio, anche per il ruolo che la RIS intende attribuire alle organizzazioni pubbliche è consentito riscontrare una non marginale simmetria con le categorie elaborate dalla dottrina, così da confermare, ancora una volta, come le istituzioni europee intendano adeguare la *disclosure regulation* dei mercati finanziari ai modelli teorici ritenuti ottimali. Dei ruoli che i regolatori pubblici dovrebbero assolvere per assicurare una idonea circolazione

regulators is a traditional role in supporting information and education programmes to augment other regulatory efforts. The role of the regulator in information programmes is to address problems of imperfect information, rather than the more usual information asymmetry of disclosure programmes. Regulators may have a role in providing social actors with information designed to remedy their lack of knowledge and so influence their behaviours. Such education programmes can be targeted at firms through technical assistance or providing frameworks for audit processes. Alternatively, they may be directed at consumers».

⁵² F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, ritengono che «a fourth role for regulators is delegating authority to a third-party certification or standardsetting body».

⁵³ Ancora, F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, osservano che «the fifth role for regulators is to assure others' information. Rather than delegate authority to a third-party organisation, regulators could selectively endorse or assure others' guidelines. Another way in which regulators may assure others' information is through improving data credibility. Various studies within our database emphasised new roles for regulators in publishing complaints, finding outliers, making complaints easier to process, ensuring credibility, undertaking public enquiries and setting data accuracy requirements to assure the quality of others' information and to guard against disinformation. This role requires regulators to develop new capabilities and relationships in intermediation, standard-setting, testing, certification and enforcement».

⁵⁴ F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, ritengono che «finally, regulators may play a technical role in formating, displaying and aggregating data from a variety of sources».

dell'informazione, la Strategia sembra ricomprenderli tutti. Innanzitutto, il ruolo di definitore della cornice normativa sembra pienamente integrato. Qui non occorre indugiarsi troppo: la cornice regolatoria vincolante, a parte l'approvazione da parte del Parlamento e del Consiglio, sarebbe fissata dalla Commissione, mentre il grosso della cornice regolatoria di taglio tecnico, fatta di *standard*, di parametri e orientamenti, sarebbe demandato ad apposite agenzie indipendenti e tecnicamente attrezzate (EIOPA ed ESMA). Allo stesso tempo non mancherebbe il ruolo di facilitatore dell'accessibilità delle informazioni mediante la creazione di apposite banche dati, posto che EIOPA ed ESMA sarebbero chiamate ad istituire una banca dati nella quale archiviare e rendere accessibili i dati e le informazioni relativi agli intermediari, alle imprese di assicurazione e ai distributori. Come pure integrata parrebbe essere la delega, da parte delle istituzioni politiche (la Commissione europea) a «soggetti terzi» (ESMA ed EIOPA), di poteri diretti a dettare regole per la standardizzazione del contenuto e del formato delle informazioni che i soggetti regolati dovranno veicolare alle autorità competenti e alle controparti negoziali (attuali o potenziali).

Nondimeno, parrebbe pure integrato il ruolo di promotore di programmi di informazione e alfabetizzazione pubblica, dal momento che l'ESMA e l'EIOPA sarebbero chiamate a promuovere e coordinare iniziative di alfabetizzazione finanziaria. Da ultimo, sembra altresì integrato il ruolo delle Autorità europee di contribuire al miglioramento delle informazioni, aumentandone la credibilità e riducendo i rischi connessi alla disinformazione (p. es., con la fissazione dei parametri sui costi e rendimenti dei prodotti) e di standardizzazione dei formati e dei contenuti delle informazioni (p. es., con la elaborazione di progetti di norme tecniche di regolazione sulle comunicazioni, nonché sulle avvertenze che le imprese dovranno rendere ai clienti, predisponendo un documento standardizzato nella forma e nel contenuto, sulle informazioni chiave per i prodotti d'investimento preassemblati, etc.).

6. Le finalità della regolazione basata sull'informazione e le misure della Eu Retail Investment Strategy

Quali sono le finalità della regolazione basata sull'informazione? Lo scopo immediato di qualsivoglia regolazione *by information* è quello di

favorire una più facile accessibilità ad informazioni chiare, comprensibili e pertinenti. Ma perché possa essere conseguito è dapprima, necessario, che la regolazione elimini il nemico numero uno di una buona informazione: il c.d. sovraccarico informativo (c.d. *information overload*). I termini per indicare questo fenomeno sono plurimi: sovrabbondanza di informazioni, infobesità, *smog* di dati, inquinamento delle informazioni, stanchezza di informazioni, bibliomania, infossicazione, sovraccarico cognitivo, etc. Note sono le principali cause del sovraccarico cognitivo, quali la frammentarietà e la multisezionalità di una stessa informazione, la diversificazione dei formati e dei contenuti con i quali sono veicolate informazioni analoghe, se non addirittura identiche, l'utilizzo delle nuove tecnologie che ha aumentato a dismisura le porte d'ingresso per divulgare informazioni, etc.⁵⁵. Parimenti note sono pure le conseguenze. L'economia comportamentale e le scienze cognitive⁵⁶ hanno ormai dimostrato — tra le altre cose — che i soggetti destinatari di una sovrabbondanza di informazioni sono portati ad astenersi dal prestarvi attenzione ovvero a compiere una selezione arbitraria e intuitiva di quelle che reputano (molte volte a torto) le informazioni utili, con il risultato finale di assumere scelte non sempre congeniali alle loro

⁵⁵ Sulle origini del concetto, sulle cause e sugli effetti del sovraccarico informativo, D. BAWDEN, L. ROBINSON, *Information Overload: an overview*, in *Oxford Encyclopedia of Political Decision Making*, 2020, pp. 1-60; ID., *Information and the gaining of understanding*, in *Journal of Information Science*, 2016, pp. 294 ss.; ID., *The dark side of information: overload, anxiety and other paradoxes and pathologies*, in *ibidem*, 2009, pp. 180 ss.; J.C. BENSELIN, G. RAGSDALL, *Information overload: the differences that age makes*, in *Journal of Librarianship and Information Science*, 2015, pp. 284 ss.; S. WALGRAVE, Y. DEJAEGHERE, *Surviving information overload: how elite politicians select information*, in *Governance*, 2017, pp. 229 ss.

⁵⁶ Per alcune analisi di questo tipo, si vv. agli scritti di H. SIMON, *A behavioral model of rational choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1955, pp. 22 ss.; M. MOTTERLINI, F. GUALA (a cura di), *Economia cognitiva e sperimentale*, Milano, 2005; M. MOTTERLINI – P. PALMARINI, (a cura di), *Critica della ragione economica*, Milano, 2005; R. CATERINA (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto*, Milano, 2008; P. AQUINO, *Anomalie cognitive e scelte dei consumatori*, in *Consumatori, diritto e mercato*, 2008, pp. 46 ss.; N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in *An. Giur. econ.*, 2012, II, pp. 1 ss.; ID., *Il contributo delle scienze cognitive alla qualità delle regole*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2012, II, pp. 151 ss.

esigenze, in quanto guidate da *bias* ed *euristiche*⁵⁷: *id est*, «scelte irrazionali»⁵⁸. Per rimediare ad un simile inconveniente, la dimensione teleologica della regolazione tramite informazione è venuta progressivamente mutando. Le trasformazioni che hanno interessato gli strumenti di tale tipologia di regolazione hanno coinciso con un mutamento delle finalità perseguite. Beninteso: l'obiettivo rimane sempre quello di razionalizzare e semplificare il *set* di informazioni per favorire l'assunzione di scelte consapevoli da parte dei consumatori. Ma tale finalità — costante e immutabile — ha assunto connotazioni e gradazioni, mano a mano, diverse.

Tre le fasi di questa evoluzione⁵⁹. La prima fase va dagli anni '60 agli anni 80'. Durante questo periodo la *regulation by information* è

⁵⁷ Ricorda U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in ROJAS ELGUETA (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, p. 203, che «i risultati degli studi svolti nell'ambito della finanza comportamentale, di cui finalmente si sta tenendo conto anche in Italia, dimostrano come i comportamenti dell'uomo di fronte ad una scelta economica non siano quasi mai razionali, risultando al contrario influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze. Questi errori sono indotti dai c.d. *bias* (pre-giudizi, sviluppati sulla base delle informazioni possedute e non necessariamente corroborati da elementi logicamente connessi, che influenzano le scelte individuali sotto il profilo emotivo e della percezione) e dalle c.d. *euristiche* (scorciatoie mentali, che consentono di assumere decisioni di fronte a problemi complessi o ad informazioni incomplete)».

⁵⁸ In dottrina, U. MORERA, *Legislatore nazionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *An. giur. Econ.*, 2009, I, pp. 77 ss.; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2010, pp. 5 ss.; C. BONA, G. RUMIATI, *Psicologia cognitiva per il diritto*, Bologna, 2013.

⁵⁹ Come ricordano molto bene R. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance. Bis research paper number 20*, 2015, pp. 10-11, «in order to understand contemporary trends in information-based regulation, it is worthwhile to consider where this type of regulation came from and how it has evolved over time. The trend towards disclosure in regulatory processes began with generic 'right-to-know' policies in the US from the 1960s onwards, requiring general openness in government in order to hold public officials to account. This changed the dynamics of previously closed information flows between 'expert' firms and regulators to include broader information sharing and deliberation, but has also been criticized for maintaining power structures. The right-to-know frame emphasizes transparency of governance, with governments and state actors disclosing information to citizens as part of an accountability assurance

stata animata dall'intento di assicurare una risposta soddisfacente al c.d. *diritto all'informazione*, in forza del quale il pubblico dei consociati vantava la pretesa, ritenuta giuridicamente rilevante, a conoscere il più ampio ventaglio di dati e informazioni governative⁶⁰. La seconda fase

agenda. ore open deliberation required information, eventually leading to calls for mandatory disclosure schemes such as the US Environmental Protection Agency's (EPA) Toxic Release Inventory (TRI) in 1986. Since then, over 50 countries have launched similar pollutant release and transfer registers (PRTRs), including England and Wales in 1998. These schemes are examples of second-generation 'targeted transparency' schemes, where firms are required to disclose specific factual information to support better stakeholder decision-making. Targeted transparency shifts from transparency of governance to transparency for governance. It is more focused than generic right-to-know disclosure, as "government compels companies or agencies to disclose information in standardized formats" information disclosure to 'nudge' consumers at the time that they make their decisions. Early successes in PRTRs such as the TRI have encouraged schemes in a wide variety of sectors from food hygiene ratings to building energy efficiency certificates, and beyond to vehicle safety scores, school inspection ratings, research audits at universities and publishing surgeons' success rates. [...] The most recent shift has been facilitated by new technologies such as cheap sensors, open data standards and big data analytics. 'Smart disclosure' is the 'timely release of complex information and data in standardised, machine readable formats in ways that enable consumers to make informed decisions'. Simply mandating disclosure through targeted transparency can lead to data overload and confusion, so smarter disclosure involves processing data to generate decision-relevant data. Further, while targeted transparency emphasises focused, mandatory disclosures to overcome information asymmetries, in the 'smart disclosure' era technology enables the aggregation of distributed data from a variety of sources». Per ulteriori ricerche sul tema, A. GOULDSON, *Risk, regulation and the right to know: Exploring the impacts of access to information on the governance of environmental risk*, in *Sustainable Development*, 2004, pp. 136 ss.; M. MASON, *Transparency for whom? Information disclosure and power in global environmental governance*, in *Global Environmental Politics*, 2008, pp. 8 ss.; C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013.

⁶⁰ In argomento, A. FLORINI, *The Right to Know: Transparency for an open world*, New York, 2007; M. MASON, *Transparency for whom? Information disclosure and power in global environmental governance*, in *Global Environmental Politics*, 2008, pp. 8 ss.; C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013. Quanto alla disciplina italiana della trasparenza dei dati e delle informazioni pubbliche, che, come si sa, soltanto a partire dallo scorso decennio ha registrato significativi passi in avanti, tra i moltissimi altri, si v. F. PATRONI GRIFFI, *La trasparenza della pubblica amministrazione tra accessibilità totale e riservatezza*, in *Federalismi.it*, 2013; M. CLARICH, *I nuovi obblighi di diffusione delle informazioni trasformano gli uffici pubblici in "case di vetro"*, in *Guida al diritto*, 2013, II, pp. 64 ss.; M. SAVINO, *La nuova disciplina della trasparenza amministrativa*, in *Giorn. dir.*

va dai primi anni '90 agli anni 2000) e in essa la *regulation by information* intendeva dare risposta al c.d. *diritto alla trasparenza mirata*, ossia la pretesa a godere di un quadro normativo chiaro e concordante sui dati e sulle informazioni da pretendere dalle imprese e sulle modalità con le quali queste ultime avrebbero dovuto rendere conoscibile le informazioni capaci di consentire ai consumatori l'assunzione di scelte più consapevoli⁶¹. Infine, la terza fase è quella che va dal secondo decennio degli anni 2000 ad oggi e in essa la *regulation by information* intende assicurare una risposta al c.d. *diritto alla divulgazione intelligente* attraverso la fissazione di una cornice giuridica che contempili obblighi, in capo agli operatori economici, di provvedere alla trasmissione tempestiva di informazioni e dati complessi in formato standardizzato e leggibile sia alle autorità di vigilanza, affinché possano controllarne la idoneità, l'adeguatezza e la veridicità, sia alle loro potenziali parti contraenti⁶². D'altronde, a segnare la centralità che è venuta assumendo — più che in periodi passati — la necessità di assicurare adeguati livelli di protezione avverso informazioni false o fuorvianti veicolate mediante mezzi digitali, concorrono alcuni scritti di filosofia dell'economia nei quali è stata coniata la categoria dei c.d. diritti aletici (dal greco *alethia*, verità). Questi ricomprenderebbero sei pretese giuridicamente rilevanti: *a)* il diritto a non essere ingannati; *b)* il diritto di essere messi nelle condizioni di capire le informazioni ricevute; *c)* il diritto di essere riconosciuti come possibile fonte di verità; *d)* il diritto di avere

amm., 2013, I, pp. 797 ss.; A. NATALINI, G. VESPERINI (a cura di), *Il big bang della trasparenza*, Napoli, 2015; D.U. GALETTA, *La trasparenza, per un nuovo rapporto tra cittadino e pubblica amministrazione: un'analisi storico-evolutiva, in una prospettiva di diritto comparato ed europeo*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016, I, pp. 1019 ss.; E. CARLONI, *Alla luce del sole. Trasparenza amministrativa e prevenzione della corruzione "Tutti vogliono un posto al sole, ed in più, possibilmente, all'ombra"* (Stanislaw J. Lec), in *Dir. amm.*, 2019, III, pp. 497 ss.; F. MANGANARO, *Evoluzione ed involuzione delle discipline normative sull'accesso a dati, informazioni ed atti delle pubbliche amministrazioni*, in *Dir. amm.*, 2019, I, pp. 743 ss.; F. LOMBARDI, *La problematica definizione dell'ambito soggettivo di applicazione degli obblighi di pubblicità, trasparenza e diffusione di dati, informazioni e documenti previsti dal d.lgs. 33/2013*, in *Federalismi.it*, 2019.

⁶¹ Sul punto, A. FUNG, M. GRAHAM, D. WEIL, *Full disclosure: The perils and promise of transparency*, Cambridge, 2007.

⁶² Tra gli altri, C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013.

istituzioni atletiche; e) il diritto ad avere un ambiente culturale orientato a riconoscere i predetti diritti; f) il diritto a vivere in un ambiente culturale in cui sia diffusa la consapevolezza dell'importanza della verità⁶³.

Orbene, non può essere refutato in dubbio che le misure contenute nella Strategia europea per gli investimenti al dettaglio vadano proprio nella direzione di adeguare, potenziandola e migliorandone le debolezze, la regolazione dei mercati finanziari al fine di assicurare concreta risposta ai menzionati diritti atletici. Cosa farebbero, se non assicurare tutela a simili diritti, le plurime misure contemplate nella RIS: da quelle che imporrebbero agli intermediari di raffrontare il processo di determinazione dei prezzi dei prodotti al *benchmark* elaborato dalle Autorità europee di vigilanza a quelle che imporrebbero loro l'obbligo di comunicare al cliente la denominazione o la ragione sociale dell'impresa; dalle misure che obbligherebbero gli intermediari a specificare le richieste e le esigenze del cliente mediante informazioni rese in maniera comprensibile alle misure che imporrebbero di rendere informazioni in merito al "se" l'eventuale servizio di consulenza sia reso, o meno, su base indipendente; dalle misure che imporrebbero di inserire nel materiale informativo, comprese le comunicazioni di *marketing*, avvertenze adeguate sui rischi specifici di potenziali perdite a quelle che obbligherebbero gli intermediari a redigere le informazioni chiave da fornire annualmente a ciascun cliente al dettaglio, etc.

7. Considerazioni conclusive

Volendo muovere alcune prime considerazioni conclusive, può dirsi che le misure del pacchetto RIS paiono andare nella giusta direzione. Mirano, infatti, a rimuovere molte delle criticità che hanno sin qui interessato la divulgazione delle informazioni in favore degli investitori al dettaglio. In primo luogo, puntano a rimuovere l'esistenza di norme

⁶³ La categoria dei c.d. diritti atletici viene teorizzata da F. D'AGOSTINI, *Diritti atletici*, in *Biblioteca della libertà*, 2017, pp. 6 ss. Della stessa A., *Disavventure della verità*, Torino, 2002; *Introduzione alla verità*, Torino, 2011. Attorno al concetto di verità, in una accezione filosofica e giuridica, si vv. anche G. ZAGREBELSKY, *Contro l'etica della verità*, Roma-Bari, 2009; S. RODOTÀ, *Il diritto alla verità*, in ID., *Il diritto di avere diritti*, Bari-Roma, 2012.

che, contemplate in diversi atti normativi, finiscono col sovrapporsi e duplicarsi, così da neutralizzare la finalità cui le stesse sono chiamate: favorire la conoscenza e la consapevolezza dei clienti finali. In secondo luogo, ambiscono a standardizzare e uniformare il *set* di informazioni sin qui veicolato in maniera non proprio ottimale ed efficiente; anzi per dirla con le parole espresse dall'EIOPA nel parere dell'aprile 2022, gli obblighi informati sin qui previsti non sono stati capaci di evitare che le informazioni risultassero per i consumatori «troppo complesse, il che significa che di solito non vengono lette dai consumatori».

In terzo luogo, mirano a bilanciare l'eccesso di informazioni precontrattuali con il difetto di informazione consuntiva, attraverso la previsione dell'obbligo di elaborare un estratto annuale da mettere a disposizione dei clienti. In quarto luogo, puntano ad adeguare le informazioni da fornire ai clienti al dettaglio con le opportunità e i rischi che la digitalizzazione presenta, con la conseguenza che l'utilizzo di siti web e di applicazioni digitali necessiterà di alcuni accorgimenti ulteriori da parte delle imprese, quali la scelta dell'ubicazione delle informazioni rilevanti, l'impiego di colonne troppo lunghe, l'utilizzo di frasi brevi e di elenchi puntati, l'impiego di un linguaggio semplice e, per quanto possibile, non tecnico, etc. Resta il fatto, però, che la presenza di numerosi atti delegati che la Commissione dovrà adottare sulla scorta dei progetti di norme tecniche di regolamentazione dell'ESMA e dell'EIOPA fa in modo che molto, della buona riuscita della Strategia per gli investimenti al dettaglio, dipenderà da come la standardizzazione delle informazioni sarà effettivamente congegnata in sede applicativa.