

Maggio 2018

La product intervention: le prime misure di intervento adottate dall'ESMA

Avv. Pietro Lorenzi, Studio legale Zitiello Associati

Con comunicato stampa del 27 marzo scorso ⁽¹⁾ la *European Securities and Markets Authority* (di seguito “ESMA”), dopo aver diffuso un invito a presentare contributi sulle potenziali misure d'intervento da adottare ⁽²⁾, ha comunicato la decisione di implementare stringenti misure riguardanti i *contract for difference* (di seguito i “CFD”) e le opzioni binarie.

In particolare l'ESMA ha ufficializzato la sua decisione di vietare *tout court* la commercializzazione di opzioni binarie in favore degli investitori al dettaglio, introducendo altresì significative limitazioni alla vendita di CFD in favore della clientela *retail*. Nello specifico l'ESMA, con riferimento ai contratti CFD, ha indicato puntuali requisiti che gli stessi devono avere per poter essere commercializzati alla clientela al dettaglio, prevedendo nello specifico:

- i) dei limiti all'effetto leva sull'apertura delle posizioni, stabilendo soglie diverse in funzione della volatilità del sottostante relativo alle varie posizioni (da 30:1 per le coppie valutarie principali a 2:1 per le criptovalute);
- ii) meccanismi di chiusura automatica della posizione al raggiungimento del margine in base al conto (50% del margine minimo richiesto);
- iii) meccanismi di protezione dal saldo negativo del conto in caso di impossibilità di chiusura automatica della posizione;
- iv) limitazioni degli incentivi offerti per la negoziazione di CFD;
- v) l'introduzione di *disclaimer* in formato standardizzato volti a rendere edotta la clientela sui rischi specifici dell'operazione, contenenti anche la percentuale dei

¹⁾ Comunicato stampa del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-128.

²⁾ *Call for evidence – Potential product intervention measures on contracts for differences and binary options to retail clients* del 18 gennaio 2018 – ESMA35-43-904.

conti intestati ai clienti *retail* operanti in CFD che hanno registrato delle perdite negli ultimi dodici mesi ⁽³⁾.

Le misure in questione, dopo che saranno state tradotte nelle lingue ufficiali, verranno pubblicate nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. Le disposizioni relative alle operazioni binarie diverranno applicabili dopo un mese dalla pubblicazione mentre quelle relative ai CFD dopo due mesi da tale momento.

Tali misure, direttamente applicabili negli Stati membri, avranno una vigenza di tre mesi, con possibilità di proroga da parte dell'ESMA.

Il severo intervento dell'ESMA si basa sull'avvertito timore che i CFD e le opzioni binarie, a fronte della loro struttura complessa e delle tecniche particolarmente aggressive utilizzate per la loro commercializzazione, possano arrecare pregiudizio agli investitori *retail*, preoccupazione che già in passato ha indotto l'ESMA ad emanare *Investor warning* nel 2013 ⁽⁴⁾ e nel 2016 ⁽⁵⁾ e Q&A nel 2016 ⁽⁶⁾ nonché a instaurare un dialogo con le varie autorità nazionali al fine di sondare i rischi derivanti dalla commercializzazione di CFD e di altri prodotti speculativi alla clientela *retail*.

L'ESMA tuttavia, anche a fronte delle indagini effettuate sul mercato, ha ritenuto che le misure adottate nell'ultimo lustro in relazione ai CFD ed alle opzioni binarie non siano state sufficienti a garantire un'effettiva tutela degli investitori al dettaglio. L'ESMA ha infatti dato atto che dalle ultime analisi svolte dalle Autorità competenti degli Stati membri in relazione alla negoziazione di CFD è emerso che una percentuale compresa tra il 74 e l'89% dei conti dei clienti al dettaglio è in perdita sugli investimenti effettuati, con perdite medie comprese tra gli Euro 1.600,00 e gli Euro 29.000,00, e che anche l'operatività in opzioni ha comportato perdite significative per i conti della clientela *retail*.

Tali indagini hanno indotto l'ESMA ad usufruire dei poteri che le sono stati attribuiti dall'implementazione nel nostro ordinamento della direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (di seguito la "Direttiva MiFID 2").

Ci si riferisce in particolare all'istituto della *product intervention*, una delle principali novità introdotte dalla MiFID 2 la cui prima applicazione non si è fatta attendere,

³⁾ *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options* del 27 marzo 2018 – ESMA35-43-1000 e Comunicato stampa del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-128.

⁴⁾ *Investor warning sui Contracts for difference (CFDs)* del 28 febbraio 2013.

⁵⁾ *Warning about CFDs, binary options and other speculative products* del 25 luglio 2016 – ESMA/2016/1166.

⁶⁾ *Questions and Answers relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID* del 31 marzo 2017 – ESMA35-36-794.

essendo tra l'altro programmata da tempo nel calendario dell'ESMA proprio con riferimento alle opzioni binarie e ai CFD ⁽⁷⁾.

L'ESMA ha infatti espressamente dato atto di non essere intervenuta prima in maniera così *tranchant* su tali strumenti finanziari poiché *“ha potuto esercitare il potere di limitare o vietare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di questi prodotti solo dal 3 gennaio 2018 nell'ambito dell'accresciuta tutela degli investitori introdotta dal nuovo regime MiFID”* ⁽⁸⁾, ossia dall'entrata in vigore della disciplina dettata da MiFID 2 che ha introdotto l'istituto della *product intervention*.

L'art. 69 della Direttiva MiFID 2 ha infatti attribuito alle autorità competenti, nazionali ed europee, una serie di poteri, ivi incluso quello di *“sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40, 41 o 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 siano soddisfatte”* (di seguito il “Regolamento MiFIR”).

Nello specifico il potere di intervento è stato attribuito dal Regolamento MiFIR all'ESMA, all'Autorità Bancaria Europea (ABE) in relazione ai depositi strutturati ed alle singole Autorità competenti degli Stati membri in forza, rispettivamente, degli art. 40, 41 e 42 di tale provvedimento.

Il divieto di commercializzazione delle opzioni binarie e la forte limitazione alla vendita dei CFD alla clientela *retail* sono stati dichiaratamente disposti proprio in forza dell'art. 40 del Regolamento MiFIR, norma che attribuisce all'ESMA il potere di vietare o limitare la commercializzazione di strumenti finanziari se sussistono le seguenti tre condizioni:

- 1) la misura attuata è volta a fronteggiare un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione europea ⁽⁹⁾;

⁷⁾ *Statement on preparatory work of the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs, binary option and speculative products* del 29 giugno 2017 e del 15 dicembre 2017.

⁸⁾ Domande frequenti del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-125.

⁹⁾ L'art. 40, par. 8, del Regolamento MiFIR ha delegato la Commissione ad adottare atti delegati volti a *“specificare i criteri e i fattori che l'ESMA è tenuta a prendere in esame per accertare l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione”*. La Commissione ha attuato la delega conferitale adottando il *“Regolamento Delegato (UE) 2017/567 della Commissione del 18 maggio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni”* al cui art. 19 indica i *“Criteri e fattori ai fini dei poteri temporanei di intervento sui prodotti dell'ESMA”*.

- 2) i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione europea allo strumento finanziario non sono atti a far fronte alla minaccia;
- 3) una o più autorità degli Stati membri non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.

L'ESMA, una volta adottata la misura, è tenuta a riesaminare il divieto o la restrizione imposti in forza della *product intervention* a intervalli di tempo appropriati e, in ogni caso, almeno ogni tre mesi. Il divieto o la restrizione imposti dall'ESMA scadono se non sono prorogati dopo il trascorrere dei suddetti tre mesi.

Oltre che all'ESMA (e all'ABE con riferimento ai depositi strutturati), il Regolamento MiFIR attribuisce, come visto, il potere di intervento anche alle Autorità competenti degli Stati membri laddove sussistano le necessità di tutela e le condizioni di cui all'art. 42 dello stesso.

In questa sede è sufficiente sottolineare le principali differenze che caratterizzano il potere di *product intervention* dell'ESMA rispetto a quello attribuito alle Autorità competenti degli Stati membri, ciò con la finalità di comprendere la portata della decisione assunta dall'ESMA con riferimento alle opzioni binarie e ai CFD e le ragioni per le quali l'intervento di tale autorità è stato ritenuto il più appropriato per far fronte alla problematica riscontrata.

In primo luogo le misure adottate dall'ESMA in forza dei poteri di *product intervention* hanno efficacia in tutta l'Unione, a differenza delle misure adottabili dalle Autorità competenti degli Stati membri che sono invece efficaci unicamente nei confronti dei soggetti con sede nel territorio dello Stato membro di riferimento o che ivi operano pur avendo sede in un diverso Stato membro.

È dunque evidente che l'intervento dell'ESMA, tenuto conto anche della natura transfrontaliera della commercializzazione di opzioni binarie e CFD, era il più appropriato per garantire l'uniformità della portata delle misure da adottare, contribuendo a creare un *level playing field* per tutti i partecipanti al mercato.

La necessità di adottare “*un approccio paneuropeo*” con riferimento alle opzioni binarie e ai CFD non è sfuggito al presidente dell'ESMA Steven Maijoor che, a fronte della “*natura transfrontaliera di questi prodotti*”, ha affermato che “*l'intervento dell'ESMA risulta essere lo strumento più idoneo ed efficiente per affrontare l'importante questione della tutela degli investitori*”⁽¹⁰⁾.

L'intervento dell'ESMA è infatti idoneo a garantire una maggiore tutela degli investitori in tutta l'Unione, assicurando un livello di protezione minimo per la clientela *retail*, risultato che non sarebbe stato facilmente raggiungibile attraverso l'intervento delle sole

¹⁰⁾ Comunicato stampa del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-128.

Autorità competenti degli Stati membri che avrebbe richiesto più tempo ed un elevatissimo grado di coordinazione.

Una seconda differenza tra i poteri di intervento attribuiti all'ESMA e quelli conferiti alle Autorità competenti degli Stati membri risiede nel fatto che le misure adottate dalla prima sono temporanee mentre quelle decise dalle seconde hanno carattere permanente.

I poteri di *product intervention* delle Autorità competenti degli Stati membri non prevedono infatti un lasso di tempo entro il quale le misure adottate devono essere riviste, rimanendo queste in vigore senza necessità di ulteriori interventi da parte dell'Autorità competente dello Stato membro sino all'accertamento del venire meno dei presupposti che hanno consentito l'adozione della misura. Diversamente i divieti e le limitazioni dell'ESMA devono essere riesaminati periodicamente e, in ogni caso, trimestralmente. In mancanza di proroga le misure adottate diventano inefficaci una volta trascorso il trimestre.

Per tale ragione è la stessa ESMA a dare atto nel proprio comunicato stampa che la misura di intervento adottata in relazione ai CFD ed alle opzioni binarie ha natura temporanea trimestrale e che, nel trimestre di riferimento, l'ESMA valuterà la necessità o meno di prorogare i divieti e le limitazioni stabilite per i successivi tre mesi ⁽¹¹⁾.

Si dà poi atto che, unitamente al comunicato stampa del 27 marzo 2018 relativo alle opzioni binarie e ai CFD, l'ESMA ha pubblicato anche un documento denominato “Domande frequenti” ⁽¹²⁾ al quale si rimanda per ulteriori approfondimenti sull'argomento. Questo tratta infatti nel dettaglio le misure di intervento adottate, soffermandosi in particolare sulle ragioni sottese al provvedimento, sul suo ambito di applicazione oggettivo e soggettivo, e sulla base giuridica che ha permesso l'adozione delle misure, fornendo un quadro della questione esaustivo e comprensibile.

Le misure adottate dell'ESMA, giudicate complessivamente con favore da molti operatori del mercato, hanno tuttavia un evidente limite: la territorialità.

Queste misure porranno infatti al riparo gli investitori *retail* stabiliti nell'Unione esclusivamente dalla commercializzazione, distribuzione e vendita di CFD od opzioni binarie effettuata da soggetti che necessitano un'autorizzazione per svolgere tali attività all'interno del territorio dell'UE. Diversamente le banche e le imprese di investimento extracomunitarie, attraverso la *cd reverse enquiry*, potranno legittimamente commercializzare opzioni binarie e CFD privi dei requisiti stabiliti dall'ESMA ad investitori *retail* stabiliti nell'UE laddove il servizio venga reso su iniziativa del cliente. Tale operatività viene infatti espressamente considerata dalla Direttiva MiFID 2 come

¹¹⁾ Comunicato stampa del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-128.

¹²⁾ Domande frequenti del 27 marzo 2018 – ESMA71-98-125.

posta in essere al di fuori dell'Unione europea e quindi non soggetta ai provvedimenti adottati dall'ESMA in forza della *product intervention* ⁽¹³⁾.

Alla luce di quanto appena esposto emerge con chiarezza che quei clienti al dettaglio che vorranno continuare ad investire in opzioni binarie o in CFD con leva più elevata rispetto a quella consentita dall'ESMA potranno farlo rivolgendosi di propria iniziativa (e a loro rischio e pericolo) a banche ed imprese di investimento extracomunitarie che offrono tali prodotti, vanificando così l'impegno profuso dall'ESMA.

Questa possibilità è tutt'altro che remota in quanto, come noto, le opzioni binarie e i CFD vengono commercializzati principalmente attraverso piattaforme informatiche, strumento che pone a "portata di *click*" la possibilità di fruire di servizi offerti da imprese transfrontaliere senza troppe complicazioni pratiche.

Un'ulteriore aspetto da prendere in considerazione è che il divieto e le limitazioni imposti dall'ESMA porteranno inevitabilmente ad una riorganizzazione del mercato, senza che si possa escludere che l'ingegneria finanziaria escogiti di sostituire i prodotti oggi vietati con altri aventi analoghi effetti ma non riconducibili tipologicamente ai prodotti finanziari oggi banditi. Di certo anche le tempistiche in cui le misure emanate dall'ESMA, tra l'altro preannunciate da tempo, entreranno in vigore favoriscono una riorganizzazione del mercato. Si ricorda infatti che l'ESMA ha diffuso il comunicato stampa relativo alle opzioni binarie ed ai CFD in data 27 marzo 2018 senza che ad oggi le relative misure siano ancora stata pubblicate in Gazzetta Ufficiale, momento dal quale decorrono i termini rispettivamente di un mese e due mesi in cui le misure sulle opzioni binarie e sui CFD diverranno vigenti.

È dunque evidente che le dichiarazioni di intenti dell'ESMA e le tempistiche per l'entrata in vigore delle misure consentono agli operatori di correre ai ripari, trovando soluzioni volte ad aggirare i divieti imposti, divieti che sarebbero più proficui ove implementati a sorpresa senza eccessivi tempi intercorrenti tra la decisione e la loro concreta attuazione.

¹³⁾ Direttiva MiFID 2, Considerando 111, "La disposizione della presente direttiva che disciplina la prestazione di servizi o lo svolgimento di attività di investimento nell'Unione da parte di imprese di paesi terzi dovrebbe lasciare impregiudicata la possibilità che persone stabilite nell'Unione ricevano, su loro esclusiva iniziativa, servizi di investimento da parte di imprese di paesi terzi. Se un'impresa di un paese terzo presta servizi su iniziativa esclusiva di una persona stabilita nell'Unione, i servizi non dovrebbero essere considerati prestati nel territorio dell'Unione. Se un'impresa di un paese terzo cerca di procurarsi clienti o potenziali clienti nell'Unione o promuove o pubblicizza nell'Unione servizi o attività di investimento insieme a servizi accessori, i relativi servizi non dovrebbero essere considerati come prestati su iniziativa esclusiva del cliente".