

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS – F. CAPRIGLIONE
M. PELLEGRINI – D. ROSSANO – M. SEPE

Supplemento al n. 1/2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione – M. Pellegrini – D. Rossano – M. Sepe

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

F. Affinito – N. Casalino – C. Giustiniani – V. Lemma – C. Marasco – A. M. Pancallo

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno
essere riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus
su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Coccozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (double blind peer review). I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo. Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarsi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione. In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista. Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Liber amicorum Laura Ammannati

A cura di Allegra Canepa e Gian Luca Greco*

* I curatori del *Liber Amicorum* ringraziano il Prof. Diego Rossano per la preziosa collaborazione prestata nella raccolta dei contributi e la Fondazione G. Capriglione onlus per aver ospitato la pubblicazione degli scritti nella prestigiosa 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia'.

INDICE

ALLEGRA CANEPA, GIAN LUCA GRECO – *Presentazione* (Introduction)1

PARTE I. GOVERNANCE DELL'ECONOMIA

MAURO GIUSTI – *Il requisito (desueto) dell'annualità della "legge per il mercato e la concorrenza"* (The outdated annual frequency requirement for the 'market and competition law')3

GIOVANNI LUCHENA – *Il governo degli aiuti di Stato nell'economia in transizione* (The governance of state aid in the transition economy)19

ANDREA SACCO GINEVRI – *Rileggendo "Le privatizzazioni in Italia" di Laura Ammannati* (Reading again the book "Privatizations in Italy" directed by Laura Ammannati)37

BRUNELLA RUSSO – *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power: le possibili criticità applicative dei nuovi profili operativi* (The protection of market integrity and proactive role of the state in the evolution of the golden power discipline: the possible critical applications of the new operational profiles).....49

DOMENICO SICLARI – *Codice della crisi di impresa ed efficienza dei mercati: la relative priority rule dopo la Direttiva (UE) 2019/1023* (Italian Code for business crisis and insolvency and market efficiency: the relative priority rule after Directive (EU) 2019/1023).....75

SANDRO AMOROSINO – *La localizzazione delle opere pubbliche e di interesse pubblico nel Codice dei contratti (d.lgs. n.36/2023)* (The location of public works and public interest projects in the Contracts Code (Legislative Decree No. 36/2023)).....91

PARTE II. MERCATI DIGITALI, TUTELA DEI CONSUMATORI E SOSTENIBILITÀ

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *AI ACT e Giustizia Digitale* (AI Act and Digital Justice).....106

MADDALENA RABITTI, FABIO BASSAN – *L'“evoluzione” del consumatore: dal consumatore medio al consumatore attivo* (From average to engaged: some consideration on consumer evolution).....120

FEDERICO FERRETTI – *Mercato digitale ed empowerment del consumatore: verso la necessità di una nuova interpretazione del consumatore ‘medio’. Implicazioni per la regolamentazione del mercato interno dell’Unione europea* (Digital market and consumer empowerment: towards a new interpretation of the ‘average’ consumer. Implications for the regulation of the internal market of the European Union).....150

GIAN LUCA GRECO – *Il credito al consumatore in tempo di infodemia* (Consumer Credit in the infodemic age)177

MATTEO ORTINO – *Rigidità ed elasticità delle norme nell’era digitale: dal diritto dei consumatori al diritto bancario, al diritto della concorrenza* (Rules and standards in the digital era: from consumer law to banking law, to competition law).....205

GIULIANO LEMME – *La proposta di Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la gestione dei rischi: una battaglia che può essere vinta?* (The proposal for a

European regulation on artificial intelligence and risk management: a battle that can be won?).....225

FILIPPO SARTORI – *Attività bancaria e processi di transizione* (Banking activities and transition processes).....242

MARIA ELENA SALERNO – *Le nuove linee guida dell’ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni* (ESMA’s new guidelines on sustainability requirements in the provision of consultancy and asset management services).....273

FRANCESCO ACCETTELLA – *Sostenibilità e disclosure nei mercati finanziari: uno sguardo oltre le apparenze* (Sustainability and disclosure in financial markets: a look beyond appearances).....298

ELISABETTA BANI, PIERLUIGI DE BIASI – *I green bond e la loro prima disciplina ai sensi del Regolamento (UE) 2023/2631* (The Green Bonds and their first legal frame work under Regulation (UE) 2023/2631).....317

CARMELA ROBUSTELLA, MARIO NATALE – *La regolamentazione del buy now, pay later alla luce della nuova direttiva sul credito ai consumatori* (The regulation of Buy Now, Pay Later in the new consumer credit directive).....335

PARTE III. SERVIZI FINANZIARI TRA TRADIZIONE E INNOVAZIONE

MIRELLA PELLEGRINI, ANTONIO DAVOLA – *Indipendenza economica ed empowerment femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario* (Economic independence and female empowerment: a feminist perspective on

financial market law).....372

RAFFAELE LENER, SALVATORE LUCIANO FURNARI – *La “decentralizzazione” dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione* (Decentralization of financial markets. Technological innovation and new regulatory issues).....413

FILIPPO ZATTI – *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un “primer”* (Regulating decentralized finance: key challenges and future outlook: a primer)433

MARIA TERESA PARACAMPO – *La transizione a MICA tra framework armonizzato, misure transitorie e clausole di salvaguardia. Il caso dei prestatori di servizi per le crypto-attività di diritto nazionale* (The transition to MICA between harmonized framework, transitional measures and grand-fathering clause. The case of crypto-asset service national law providers).....447

FRANCESCO CIRAIOLO – *L’offerta di servizi bancari nel metaverso. Prodromi di un nuovo ecosistema finanziario nella dimensione virtuale, tra opportunità di sviluppo e ostacoli normativi* (The provision of banking services in the metaverse. Harbingers of a new financial ecosystem in the virtual dimension, between development opportunities and regulatory obstacles).....470

ALLEGRA CANEPA – *“Alla ricerca del tempo perduto” nei mercati finanziari: l’accelerazione digitale nei pagamenti, nell’accesso al credito e nella movimentazione dei depositi* (Financial services and digital acceleration: payment services, consumer credit and bank deposits).....491

ROBERTO CARATOZZOLO – <i>Nuovi contratti di credito e tutele del consumatore: i modelli di buy now pay later</i> (New credit agreements and consumer protection: buy now pay later models).....	518
VALERIO LEMMA – <i>Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità</i> (Advancements in Banking Corporate Governance Balancing Innovation, Efficiency and Accountability)	539
ANTONELLA BROZZETTI – <i>Alcune riflessioni su indipendenza, accountability e assetto della vigilanza bancaria nell’UE</i> (Some reflections on independence, accountability, and the structure of banking supervision in the eu).....	557
PAOLO GAGGERO – <i>Correttezza nei, e trasparenza dei rapporti di intermediazione creditizia: una relazione dialogica</i> (Fairness and transparency of credit intermediation relationships: a dialogic relationship).....	595
PAOLA LUCANTONI – <i>La trasparenza bancaria nella prospettiva dell’atto e del contratto, dell’organizzazione e del mercato</i> (Banking transparency from the perspective of act and contract, organization and market).....	620
ROSA CALDERAZZI – <i>Appunti sullo studio della sostenibilità bancaria</i> (Notes on the study of banking sustainability).....	639
PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Value for money, product governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d’insieme</i> (Value for money, product governance and adequacy obligation in the insurance market: an overall look).....	655

FILIPPO ANNUNZIATA – <i>Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori retail</i> (Ideas for the development of a european capital market aimed at retail investors).....	675
SARA LANDINI – <i>Piattaforme e Crowdfunding nel credito alle PMI agricole</i> (Platforms and Crowdfunding in lending to agricultural SMEs).....	699
STEFANO LOMBARDO – <i>La sentenza del BVerfG sul Next Generation EU fra unione monetaria e futuribile unione fiscale</i> (The decision of the BVerfG on the Next Generation EU between monetary union and futuristic fiscal union).....	717
FRANCESCA MATTASOGLIO – <i>Euro digitale. Tra moneta programmabile e pagamenti condizionati</i> (Digital euro. Among programmable money and conditional payments).....	735

Presentazione

(Introduction)

La scelta di promuovere una raccolta di scritti per Laura Ammannati prende le mosse dalla Sua curiosità, dal Suo interesse e dalla Sua infaticabile attività di ricercatrice, che l'ha portata, durante tutta la Sua carriera, a spaziare su temi differenti accettando la sfida della multidisciplinarietà e della modernità.

In primo luogo, ci teniamo a porgere un sentito ringraziamento al Prof. Francesco Capriglione, che ha generosamente dato la Sua disponibilità ad ospitare i contributi qui pubblicati come supplemento alla prestigiosa Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia. Ripercorrendo l'ampia produzione scientifica di Laura Ammannati abbiamo pensato di individuare tre macro-argomenti capaci di racchiudere, pur con qualche necessaria semplificazione, altrettante aree di interesse della Sua attività e nello specifico: la governance dell'economia; i mercati digitali, tutela dei consumatori e sostenibilità; i servizi finanziari tra tradizione e innovazione.

Si tratta di temi che l'hanno vista attenta osservatrice di fenomeni in atto ed allo stesso tempo promotrice, attraverso i suoi numerosi scritti, di studi di rilievo anche oltre il perimetro del nostro settore disciplinare.

Ciò posto, ci è sembrato importante creare un'occasione nella quale invitare a ulteriori riflessioni i professori di diritto dell'economia che in questi anni hanno avuto modo di condividere con Lei temi di ricerca e momenti di confronto. Da questa sollecitazione si è sviluppato un percorso che ha portato alla presentazione di trentaquattro saggi capaci di soffermarsi su molteplici aspetti utili ad una comprensione delle trasformazioni dei mercati e delle transizioni in essere (in primis digitale ed ecologica), e che rappresentano, allo stesso tempo, un felice punto d'incontro tra gli studi di ciascun autore e quelli di Laura Ammannati.

Di questo ringraziamo tutti i partecipanti perché riteniamo che il risultato

possa essere non solo un omaggio al Suo lavoro ma un'occasione per una discussione comune su linee di ricerca di grande interesse e continua evoluzione, che potranno anche essere fonte di iniziative future.

Allegra Canepa

*Associato di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Milano*

Gian Luca Greco

*Associato di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Milano*

PARTE PRIMA

GOVERNANCE DELL'ECONOMIA

IL REQUISITO (DESUETO) DELL' ANNUALITA' DELLA "LEGGE PER IL MERCATO E LA CONCORRENZA" *

(The outdated annual frequency requirement for the 'market and competition law')

ABSTRACT: Dal 2009, le modifiche alle norme sulla tutela della concorrenza economica sono state inserite nella "Legge annuale per il mercato e la concorrenza", che doveva essere approvata ogni anno, ma che finora è stata promulgata solo tre volte. Spesso, però, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato non propone queste modifiche; a volte, il governo non propone il disegno di legge che le contiene; oppure, il Parlamento non le approva in tempo. Invece, quello che si propone è di fatto l'adozione di un limite di cinque anni (che consente anche un periodo più breve) per l'introduzione di tali modifiche legislative alle leggi antitrust dopo il 2026, data fino alla quale la reiterazione di tale legge di modifica deve rimanere annuale, a causa di un obbligo ricattatorio - a tal fine - imposto dall'UE con il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza di versare all'Italia i fondi europei a rate.

Since 2009, amendments to the regulations on the protection of economic competition have been included in 'Annual Law for Market and Competition', which had to be passed every year, but has enacted only three times till now. Often, however, the Antitrust Authority does not propose these changes; sometimes, the government does not propose the bill containing them; or else, Parliament does not approve them on time. Instead, what is being proposed is effectively the adoption of a five-years limit (which also allows for a shorter period) for the introduction of such legislative changes to the antitrust laws after 2026, a date until which the repetition

* Contributo approvato dai revisori.

of such amending law must remain annual, due to a blackmailing obligation – for this purpose - imposed by the EU with the National Recovery and Resilience Plan to pay European funds to Italy in instalments.

La legge 23 luglio 2009, n.99 ha introdotto la c.d. “legge annuale per il mercato e la concorrenza” (L.A.M.C.), prescrivendone l’adozione all’art. 47 ¹, al preciso scopo di rimuovere gli ostacoli regolatori, di carattere normativo o amministrativo, che ostino all’apertura dei mercati, allo sviluppo della concorrenza e alla tutela dei consumatori. Prima di allora, l’ esigenza di un adattamento periodico, se non costante, delle articolate normative e dei numerosi provvedimenti regolatori in materia di tutela della concorrenza, successivi alla creazione dell’ Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, era stata immediatamente avvertita dagli addetti ai lavori, ma ottemperata mediante interventi legislativi sovente estemporanei e puntuali, abbastanza scoordinati, a cadenza difforme e poco attenti all’efficacia dell’adeguamento stesso. Da qui la lunga attesa di uno strumento normativo precipuamente preposto allo scopo di mettere un ordine cadenzato alle esigenze di cambiamento delle regole nell’ articolato settore.

La genesi parlamentare di tale complesso corpo dispositivo non è di piana ricostruzione, se non ipotizzando un inconsueto ricorso all’uso dei resoconti “stenografici”, anche stante l’oralità di tutte le relazioni di accompagnamento ai vari disegni di legge confluiti appunto nella legge del 2009 (n.1195-S; 1441-S; 1441-bis; 1441-ter; 1441-quater), ma soprattutto in ordine ai molteplici e corposi emendamenti, dal testo difficoltoso da rintracciare, poiché l’ intero complesso

¹ La dizione esatta del secondo comma dell’articolo in questione è la seguente: “Entro 60 giorni dalla data di trasmissione al Governo della Relazione annuale dell’AGCM, ai sensi dell’art. 23 della L. 10.02.1990 n 287, il Governo, su proposta del Ministro per lo sviluppo economico, sentita la Conferenza unificata di cui all’art. 8 del d. lgs. 28,08.1997, n. 281, tenendo conto anche delle segnalazioni eventualmente trasmesse agli stessi fini di cui al comma 1 del presente articolo dall’AGCM, presenta alle Camere il disegno di ‘legge annuale per il mercato e la concorrenza’ “.

normativo citato in esordio è il risultato dell'affastellamento di numerosi stralci parziali, operati sia in commissione che in aula nel vessato itinerario parlamentare nella XVI legislatura.

In particolare, sul principio dell'annualità della nuova legge, non è stato dato di rinvenire nei molti atti accompagnatori, a proposito dell'originario art. 30 (poi slittato addirittura all'art. 47) del primitivo ddl n. 1195-S, una particolare motivazione giustificativa di tale cadenza temporale prescelta. Infatti è il primigenio disegno di legge appena richiamato - e non gli altri citati, confluiti nell'*iter* di approvazione - a contenere *ab initio* il poi immutato riferimento alla nuova norma in gestazione, che ha resistito assolutamente intatta in quella formulazione (con tutta evidenza, politicamente "blindata") nel tormentato cammino parlamentare fitto di sedute e votazioni, che hanno arricchito e per lo più dilatato assai lo schema di partenza della legge, genericamente recante "*Disposizioni per lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle imprese nonché in materia di energia*".

Le poche tracce della discussione e dell'approvazione di quello che poi è divenuto appunto l'art. 47 definitivo non debbono far opinare che sia riscontrabile una qualche improvvisazione dello strumento normativo configurato in quella sede, non dubitandosi della sua necessità e neppure della sua qualità, perché detto testo – per il modo attento della stesura dei commi nei quali si articola – rivela una formulazione sostanziale assai meditata e coerente al fine esplicitamente indicato in esordio, tale da ipotizzare di ascriverla in tutto o in parte ad un dettato uniformato ai *desiderata* della specifica autorità amministrativa indipendente coinvolta, subìti dal Governo e però ratificati dalla maggioranza del Parlamento. Non vi è dubbio che nell'occasione l'AGCM abbia guadagnato, in partenza, un previo potere permanente (anche se "ritmato") di impulso legislativo alla modifica, antecedentemente inesistente.

Questa tesi, che può apparire come una mera interpretazione in chiave politica ed amministrativa dell'introduzione della novella legislativa, è suffragata dalla disamina della breve storia della vicenda, fino ad oggi concretatasi unicamente nella legge 4 agosto 2017, n. 124, nella legge 5 agosto 2022, n. 118 e nella legge 30 dicembre 2023 n. 214. Gli intervalli sono stati rispettivamente di 7 e 5 anni, anziché i 12 mesi prefissati. Solo l'ultima è stata appena promulgata 17 mesi dopo la precedente, in seguito ad un recente *diktat* europeo (citato nel "rilievo" del Presidente Mattarella), di cui si darà conto in appresso.

Il cammino a quel tempo tracciato per ogni futura approvazione di questa nuova legge è complesso, ma non singolare. L'esegesi letterale del citato art. 47 sembrerebbe relegare il ruolo della Relazione annuale dell'Autorità Garante al governo in una posizione marginale ed eventuale ("tenendo conto *anche* delle segnalazioni trasmesse"... dall'AGCM), ma ad una più attenta analisi funzionale, al contrario, tutto il procedimento appare legato proprio a quella trasmissione della relazione, dalla cui data decorre a seguire il termine (breve) per ottemperare a questa sorta di inconsueto obbligo di legiferare. Sostanzialmente, se ne deduce che il primo vero attore che dà il via al procedimento legislativo è proprio l'AGCM, che nella sua tradizionale e originaria relazione annuale al Governo sui suoi scopi istituzionali (mai omessa nel trentennio), ha da sempre, tra l'altro, la facoltà di additare segnalazioni e pareri in ordine a modificazioni specifiche delle normative che ne riguardano l'operato. Non essendo un *authority* di regolazione, ma soltanto di vigilanza e controllo, le regole di intervento le deve ricevere dal Parlamento, così come le correzioni alle medesime.

Se la prospettazione di tali mutamenti eventuali dell'ordinamento antitrust viene a mancare nella relazione (e talvolta, infatti, non vi si rinvia), il particolare procedimento normativo per la nominata "legge annuale per il mercato e la

concorrenza” (in avanti, LAMC) a buon senso neppure dovrebbe iniziare. Ciò non significa che allora sia inibito per quell’anno di legiferare in materia di riassetto delle normative poste a tutela della concorrenza e del mercato: più semplicemente si può farlo in modo puntuale ovvero organico, prescindendo dall’ innesco dell’AGCM, sia con lo stesso ddl della LAMC sia con un qualsiasi altro disegno presentato dal Governo; nel primo caso, del tutto irragionevolmente, nel citato termine vessatorio di due mesi dalla medesima relazione annuale dell’ Autorità (più volte richiamata), ancorchè, in quella precisa ipotesi, il contenuto di tale documento sia del tutto ininfluenza (per omissione di proposte), e per questo neppure preso in considerazione nell’ *iter*, proprio perché sprovvisto dei “suggerimenti”. La forzatura temporale, nel caso di assenza di proposte dell’ Autorità, già si manifesta come completamente ingiustificata, frettolosa e incongruente. In altri termini, in ogni simil caso, il MISE dovrebbe allora letteralmente affrettarsi ad elaborare spontaneamente, addirittura ogni anno, variazioni ordinamentali alla tutela della concorrenza, quasi che non sia neppure pensabile che non ci debba essere bisogno di simili incalzanti correzioni ogni dodici mesi.

Spetta comunque al Governo (nella persona del Presidente del Consiglio dei Ministri, che lo rappresenta, sia pure su proposta del Ministro dello Sviluppo Economico, qualunque denominazione assuma nel tempo il dicastero che si occupa delle attività produttive), tassativamente appunto entro 60 giorni dalla ricezione della relazione² (comunque sentita la Conferenza unificata di cui all’art. 8 del d. lgs. n. 281/1997), di presentare al Parlamento l’ apposito disegno di legge, recependo in tutto o in parte o per niente i suggerimenti ricevuti ovvero utilizzando, ovviamente, anche propri diversi dettati di modifica legislativa. Poco dice la legge nel caso che il

² Invece - sarebbe da presumere - solo a condizione che questa contenga le richiamate segnalazioni propositive.

Governo ripudi tutte le proposte segnalate e non ne abbia di proprie (ipotesi realistica e avvertasi, con la conseguenza che il ddl per parecchi anni *non* è stato presentato alle Camere). In verità, è prescritta al Governo proponente l'allegazione di una relazione di accompagnamento a detto ddl (art. 47, comma 4, *sub c* L. 99/2009), che evidenzi l'elenco delle segnalazioni rinvenibili nella relazione annuale dell'AGCM, "indicando gli ambiti in cui *non* si è ritenuto opportuno darvi seguito", ma – pare – senza dover giustificare le ragioni di tale obliterazione. Sembrerebbe paradossale che questa ripulsa, qualora fosse riferita a tutti quanti i pareri correttivi inseriti nella Relazione, possa comportare comunque l'obbligo di adempiere alla redazione di un ddl "guscio", cioè di un dettato formale di ricognizione negativa senza contenuti dispositivi, in quanto sprovvisto di un progetto normativo e quindi privo di qualsivoglia modificazione. Non si conosce – ritengo - alcuna fattispecie di legge "vuota", cioè promulgata soltanto per rispettare un termine posto ma scevra di precetti. E infatti il Governo si è più volte astenuto, negli anni, dalla presentazione – quanto alla LAMC - di un ddl "involucro", (spoglio appunto di prescrizioni innovative o eliminative), evento questo ignoto ed estraneo alla prassi parlamentare nostrana. Neppure ha mai ritenuto, però, di formalizzare le ragioni di questa frequente "disobbedienza" alla legge, avvalendosi, per esempio, del mezzo della mozione ovvero dell'o.d.g. del CDM, indirizzati alle Camere.

Nel terzo *step* del procedimento richiamato, è infine prerogativa del Parlamento (art. 49, c. 3 *sub a*) e b) della L. 99/2009) di approvare, in tutto o in parte, le modifiche richieste e formalizzate e di far ciò con prescrizioni istantanee ovvero per mezzo di deleghe al Governo, a seconda dell'urgenza e della complessità dell'argomento affrontato, apportando se del caso propri emendamenti additivi o soppressivi. E ciò sottolineandosi l'assenza – a questo ultimo livello di volizione - di alcun altro ipotizzabile termine per provvedere, come infatti hanno fin qui operato

liberamente le due assemblee nella realtà, prendendosi addirittura anni per deliberare.

L'impulso iniziale dell' *Authority*, così cripticamente enfatizzato in esordio, logicamente non può pretendere un esito incondizionato di accoglimento dei contenuti in ciascuno dei due passaggi successivi, con ciò affievolendosi di molto l'efficacia e la tempestività delle modifiche profilate. Come vedremo di seguito, l'eventuale inerzia di uno dei tre soggetti coinvolti ha formulazioni, effetti e giustificazioni del tutto diverse.

E' da dire che il complesso procedimento descritto ha provocato considerevoli inconvenienti, al punto da farne definire il postulato, in sede politica, come "una legge disapplicata", stante che – in poco meno di un quindicennio – la LAMC "annuale" è stata finora approvata soltanto 3 volte,

La sequela degli atti considerabili si può così sintetizzare storicamente (ricomprendendo nel novero anche la citata legge n. 214/2023 della XIX legislatura, pubblicata il 31 dicembre 2023):

Anno	AGCM (segnalazioni)	Governo (ddl)	Parlamento (legge)
2010	SI	NO	NO
2011	NO	NO	NO
2012	SI	NO	NO
2013	SI	NO	NO
2014	SI	SI	NO
2015	NO	NO	NO
2016	NO	NO	NO
2017	NO	NO	SI
2018	NO	NO	NO

2019	NO	NO	NO
2020	NO	NO	NO
2021	SI	SI	NO
2022	SI	SI	SI
2023	NO	SI	SI

Non meravigli che nel 2017 sia stata approvata la prima LAMC senza che l'AGCM in quell'anno abbia inserito segnalazioni e senza che il Governo abbia presentato il relativo d.d.l.: il percorso normativo della legge 4 agosto 2017 n.124 era iniziato a fine 2015 e si era protratto per quasi un biennio, anomalia passata inosservata all'attenzione del governo, del Parlamento e della dottrina qualificata.

In totale quindi fino ad oggi si rinvengono nel tempo: 6 casi di segnalazioni generali espresse (anche plurime) racchiuse in 6 delle 14 relazioni annuali dell'AGCM *post* 2009; 4 disegni di legge governativi; 3 leggi approvate, cioè, complessivamente, 13 distinti atti giuridicamente rilevanti rinvenibili, in luogo dei 42 possibili. Si può parlare allora, quanto alla LAMC, di inattuazione della legge n.99/2009 e a chi possono ascriversi le responsabilità della massiccia e ripetuta irregolarità temporale, ai limiti della delineabile inadempienza?

Per rispondere occorre dapprima analizzare i compiti rimessi a ciascuno dei tre soggetti coinvolti nella vigente confezione di tale legge. Per prima, proprio in ordine temporale, si è detto che l'AGCM ha facoltà e non obbligo di inserire nelle relazioni annuali (lo si ricorda, sempre presentate) le citate segnalazioni generali, appunto in riforma pro concorrenziale del quadro normativo e regolatorio. Discrezionalmente, l'Antitrust si è avvalsa – quasi sempre senza esito - di questo potere nei primi anni di applicazione, interrompendosi durante la lunghissima gestazione della prima LAMC (2015-17) e poi anche negli anni immediatamente successivi alla approvazione di

questa, ma riprendendo l'iniziativa, stavolta con successo, negli ultimi due anni decorsi.³ Tale atteggiamento intermittente dell'Autorità, che si è visto essere stata posta dalla legge del 2009 in rilievo particolare nell'impulso in apparenza condizionante dell' *iter*, è, tuttavia, perfettamente comprensibile anche sotto il profilo dell'opportunità tecnica dell'iniziativa, che non è detto si debba manifestare in ciascun anno.

Quanto al Governo, il solo cui è rimessa formalmente la formulazione di questa iniziativa legislativa, bisogna ribadire che la legge n. 99 non sembra imporre con chiarezza un obbligo annuale di predisporre comunque il disegno di legge della LAMC (alla stregua, per esempio - ma per obbligo costituzionale - dei bilanci e del rendiconto), essendo questo subordinato al ponderato apprezzamento delle proposte solo eventualmente racchiuse nella relazione annuale dell'AGCM, che d'altro canto non è detto debbano essere accettate supinamente. Convenienze politiche e valutazioni temporali della maggioranza di governo possono infine indurre a procrastinare le riforme prospettate appunto dall'AGCM, anche nel caso che siano condivise dal ministero preposto (oggi, Ministero delle imprese e del *Made in Italy*). Dal punto di vista del diritto, non pare quindi ravvisabile un vero e proprio inadempimento dell'obbligo legislativo di adottare quel particolare disegno di legge, tassativamente nel termine di 60 giorni dalla presentazione della relazione annuale al Governo da parte dell'autorità indipendente, comando che avrebbe senso (lo si ripete) soltanto quando questa contenesse le proposte di riforma ordinamentale e - in più - se il governo le condividesse. Si è appena argomentato che, se così non fosse,

³ Inesattamente GRILLO, *Alcune osservazioni sulla legge annuale per il mercato e la concorrenza*, in *Menabò di Etica ed Economia*, n. 177/2022, osserva che "l'AGCM ha scrupolosamente contribuito all'attuazione della legge inviando *pressoché tutti gli anni* al governo segnalazioni generali con proposte di riforma concorrenziale". La stessa AGCM (*Home()/ Competenze/Tutela della Concorrenza/Attività di segnalazione/Legge annuale*) asserisce invece di averlo fatto nel 2010, 2012, 2013, 2014, 2021 e 2022, cioè sei volte su tredici, meno della metà.

cioè se il ddl dovesse essere comunque redatto e presentato ogni anno anche in assenza e/o in mancata condivisione dei suggerimenti modificativi, ne risulterebbe oltre tutto mortificata l'autonomia di valutazione e soprattutto di decisione dell'Esecutivo, che nei fatti risulterebbe influenzata totalmente – anche nei contenuti - da un inesorabile vincolo di origine amministrativa esterna (anzi, “indipendente”), la qual cosa è del tutto inammissibile nel rapporto tra quei pubblici poteri. Il Governo ha azionato il potere rimessogli ogni qual volta lo ha ritenuto necessario e giovevole alla tutela della concorrenza, altrimenti quel certo disegno di legge avrebbe rappresentato una improvvida coercizione “dovuta” e quindi imposta, perfino nella cadenza, da una legge ordinaria qualsiasi. L'opinione contraria farebbe scempio dell'architettura dell'ordinamento, anche se la effettiva “trascuratezza” del Governo al proposito fa vacillare la - peraltro ignota - *ratio* della prescrizione normativa dell'annualità della LAMC, della cui bontà è lecito iniziare a dubitare⁴.

Infine, il Parlamento. Il vistoso, mancato rispetto del requisito dell'annualità della LAMC non è mai stato messo in evidenza dalle Camere, che pur lo avevano espressamente sancito anche a proprio carico con la legge n. 99/2009. Anzi, i due rami del Parlamento, nei primi due casi nei quali tale legge è stata fino ad adesso approvata, hanno contribuito non poco, con *itinerari* parlamentari particolarmente tortuosi (accavallamenti di articoli stralciati a gruppi) e prolungati nel tempo (anche per periodi assai superiori all'anno), a causare o ad aggravare i tempi dell'inadempienza, proprio col loro atteggiamento procedimentale lento e dilatorio.

Il problema generale se il Parlamento, di fatto, possa platealmente disattendere una legge dal medesimo approvata e ad esso rivolta (senza preoccuparsi di modificare previamente la norma inattuata) è annoso e esula dal tema. Le

⁴ Infatti GAMBARO, MISSANELLI, *Il Governo approva il ddl Concorrenza: necessari cambiamenti e nuove prospettive in DB-non solo diritto bancario* ([www. Dirittobancario.it/art](http://www.Dirittobancario.it/art)), 10.11.2021 , affermano che alla LAMC “ormai impropriamente ci si riferisce con l'aggettivo ‘annuale’ ”

Camere, del resto, pare non abbiano neppure un ufficio preposto al controllo del rispetto degli obblighi a loro stesse imposti dalle proprie leggi (che oggi sarebbe di facile riscontro con strumentazioni informatiche) e lo stesso controllo politico endogeno alle assemblee pare latitare anche sul versante dell'opposizione, forse perché si tratta di temi generali di scarsa o nulla sensibilità elettorale. Viene da domandarsi a cosa serva allora il precetto normativo, se perfino a chi lo formula può essere consentito di ignorarlo *ad libitum* senza giustificazioni esplicite e senza conseguenze, neppure politiche.

Nella realtà, tutti i problemi passati in rassegna nelle tre fasi generative della LAMC, in capo a ciascuno dei tre soggetti pubblici coinvolti, trovano la loro radice nell'aggettivo "annuale" inserito nel testo in vigore dell'art. 47 L. 99/2009, fin dal primo comma. Se, per ipotesi, si omettesse tale termine, tutte le incongruenze rilevate verrebbero ad attutirsi, anche se le perplessità non svanirebbero del tutto.

In primis, residuerebbe intatta la potestà dell' Antitrust di inserire o no una o più proposte di modificazioni delle normative di tutela della concorrenza in ognuna delle Relazioni annuali al Governo. Necessiterebbe di una modificazione soppressiva la norma che sembra imporre al Governo in totale automatismo di redigere quel particolare ddl "entro 60 giorni" dalla ricezione del ben noto documento trasmesso ogni anno (art. 23 L. n. 287/1990), così restando libera e non vincolata la scelta dell'*an* e del *quando* – come nella realtà lo è sempre stata di fatto – per la presentazione alle Camere del ddl in questione.

Rimarrebbe immodificata la prerogativa del Parlamento di approvare, con o senza emendamenti, il disegno di legge di cui si discute, nei tempi e con gli intervalli reputati opportuni e insindacabili.

Il quadro legislativo risulterebbe più logico ed aderente al reale, ma non scomparirebbe l'eventualità di una prolungata astensione nell'operare proprio le

opportune modifiche alle normative sulla politica antitrust.

Non c'è dubbio che la norma di cui al 2° comma dell'art 47 L. n. 99/2009 dovrebbe allora essere riformulata in modo da essere costantemente applicabile senza gli inconvenienti passati in rassegna. Dapprima, il tessuto normativo meriterebbe di essere ribaltato nella sequenza effettiva del coinvolgimento dei soggetti.

E' il Governo ad essere titolare dell'iniziativa legislativa di apportare modifiche fondamentali ai modi di tutela della concorrenza ed è indubitabile che sia tenuto ad attivarla in caso di necessità, comunque entro un periodo congruo e comunque determinato. Al tempo, l'annualità di tale esigenza era stata appena affacciata ufficialmente (PITRUZZELLA, Presidente *pro tempore* dell'AGCM, nella "Relazione" del 2008), proprio per giungere ad una valutazione stabile, sistematica e regolare del bisogno di cambiamenti, labilmente motivandola però con la similitudine temporale dell'allora legge finanziaria e della legge comunitaria (in quanto entrambe correlate all'annualità del bilancio di previsione), nonchè della legge per le semplificazioni, che proprio nel 2008 aveva appena "giustiziato" 29.000 leggi. Decisamente, tale congruità non si è confermata con l'intervallo annuale infine adottato ma disatteso, che molteplici esperienze di intervento nell'economia hanno mostrato essere troppo breve e ravvicinato, perché si manifestino con sicura certezza simili necessità. Si rammenta che ai tempi dell'introduzione della programmazione economica nazionale (1966), pur non ripudiando un adeguamento annuale "a scorrimento" del piano poliennale, si prescelse l'approvazione quinquennale di quel "disegno ordinato di condotte future" di gianniniana memoria⁵. L'adozione di analogo e ragionevole periodo come termine *massimo* di adeguamento dell'ordinamento specifico solleverebbe l'esecutivo dall'incombenza troppo incalzante della sua scansione

⁵ GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Il Mulino, Bologna 1977, p.292.

annuale (nei fatti troppo spesso andata a vuoto), tuttavia non escludendola in congiunture eccezionali, che abbisognino di deroghe e sterzate tempestive se non istantanee.

Convinti da sempre che competa alla dottrina avvertita il peso di additare contenuti e formule migliorative dell'assetto normativo vigente⁶, se riscrivessimo il secondo comma dell'art. 47 in questo modo:⁷

“Al fine di promuovere il maggiore sviluppo della concorrenza e di garantire la tutela dei consumatori, almeno ogni cinque anni le Camere approvano un apposito ddl di iniziativa del Governo, denominato ‘legge periodica per la concorrenza’ e ad esse comunque da presentare non meno di 6 mesi prima della suddetta scadenza massima poliennale, recante modifiche e correzioni alle norme e agli atti amministrativi, che regolano la tutela della concorrenza e l’accesso ai mercati.

Nel testo del DEF del medesimo anno di presentazione del suddetto ddl, il Governo deve esplicitamente indicare quali delle modificazioni da adottare con tale legge periodica siano imputabili all'accoglimento di segnalazioni e proposte di modifica contenute in ciascuna delle relazioni annuali dell'AGCM, che siano state presentate al Governo, ai sensi dell'art. 23 della legge n.287 del 1990, posteriormente all' approvazione della precedente ‘legge per la concorrenza’ comunque denominata.

Al comma 1 del presente articolo la parola ‘annuale’ è soppressa”.

Così avremmo eliminato del tutto le criticità passate in rassegna. La locuzione “almeno” non precluderebbe di iterare – con periodicità non identiche nel susseguirsi - la nuova legge anche con maggior frequenza (es.: triennale e perfino annuale), se impellente. Inoltre, sembra che così si riconducano, nella specie, i compiti di influsso

⁶ Ho riesumato la tesi della “dottrina legiferante” (in ragione dell'incompetenza crescente dei politici di carriera) nel *pamphlet* : GIUSTI, *Un grazie e ...ADDitotE!*, in *Riv trim. dir. Ec.*, Suppi. N. 4/2022, p. 9.

⁷ Il testo che segue è stato sottoposto ad Analisi di Impatto della Regolazione con il modello di cui al DPCM 170/2008, conformemente alla L. 50/99.

tecnico dell'AGCM al solo momento propositivo, focalizzandosi sul considerevole "merito", cioè sui contenuti (sovente di grande spessore), ma estraniando correttamente l'Antitrust dal determinare in alcun modo – con arbitrarie scadenze altrui che non le competono - l'andamento temporale di approvazione, limitandosi il suo compito, appunto, all'impulso iniziale.

La novella appena illustrata non ha estrema fretta di essere approvata, poiché anche per gli anni dal 2023 al 2026 (precisamente, alla fine del secondo quadrimestre di quell'anno) il rispetto proprio del desueto principio di annualità sembra essere momentaneamente garantito dall'obbligo tassativo in tal senso inspiegabilmente posto da Bruxelles col PNRR (con pretesa inutilmente invasiva e secondo me priva di motivazione espressa, così come la scelta di altri singolari traguardi normativi da raggiungere per volere dell'UE, quali ad esempio il processo tributario e gli alloggi universitari) per esigere l'approvazione di una LAMC per ciascuno degli anni menzionati, pena il mancato versamento delle rate di sovvenzioni e prestiti alle scadenze semestrali pattuite dal PNRR, come sancito all'art. 24 del Regolamento UE 2021/241 e successivo Accordo operativo del 22 dicembre 2021.

A seguito di questa norma-capestro, non sono mancate molteplici e tempestive esternazioni opportunistiche dei soggetti interessati, i quali – dimentichi dei reiterati comportamenti inerti – si sono farisaicamente affrettati a magnificare la bontà della negletta annualità, degradata fin lì da principio a requisito possibile. Così si legge – nella relazione alla LAMC del 2022 – che col PNRR il Governo ha assunto l'impegno di "rispettare la cadenza annuale, essendo tale legge essenziale per rivedere *in via continuativa* lo stato della legislazione al fine di verificare se permangono vincoli normativi al gioco competitivo e all'efficiente funzionamento dei mercati". Soggiunge zelantemente sempre la servile burocrazia governativa sulla

penultima LAMC: ⁸ “La sua cadenza annuale va assicurata, perché è fondamentale per rivedere lo stato della legislazione e verificare se permangono vincoli normativi che ostacolano ingiustificatamente la competitività e l’innovazione”. Infine, la relazione al ddl n. 795-S (ora legge n. 214/2023), per la terza LAMC, ripete che “il rispetto della cadenza annuale del ddl in questione *e della sua approvazione (!)* assume carattere fondamentale al fine di assicurare una piena e perdurante apertura alla concorrenza dell’intero sistema economico nazionale, consentendo di far fronte a situazioni sopravvenute capaci altrimenti di alterare la struttura concorrenziale di singoli mercati”. Ma tutto ciò deve avvenire sempre e proprio così spesso? E perché?

Conclude questo stesso atto parlamentare di introdurre “così una prassi virtuosa sin qui priva di riscontri nella recente storia istituzionale e legislativa italiana, nella quale non si è mai assistito all’approvazione della legge in discorso per due annualità consecutive”, sottacendo del tutto che la precedente prassi, palesemente reputata perversa, è attribuibile proprio a chi esprime tale illuminante osservazione. Stavolta, con tutta evidenza, predicare bene viene dopo razzolare male.

Quid alla scadenza di questo obbligo di approvazione annuale imposto dall’UE (di improbabile proroga), una volta cessato il ricatto del mancato pagamento in caso di inadempienza?

Sarà che l’attuale ritmo annuale di approvazione permanga (magari per la inopinata qualificazione del ddl della LAMC come “Collegato” alla manovra triennale di finanza pubblica (?), per l’art. 10-bis, c. 7 della legge contabile n. 196/2009), ma non è difficile ipotizzare – una volta cessato il formidabile e condizionante impulso esterno dell’UE erogatrice - un possibile ritorno all’inerzia di iniziativa attribuibile ad uno o più dei citati tre soggetti dell’ assurdo procedimento deliberativo vigente e quindi al più che probabile perpetuarsi di quella situazione di inadempienza

⁸ In *Italiadomani* ([gov.it/interventi/riforme-abilitanti/la legge annuale per il mercato e la concorrenza](http://gov.it/interventi/riforme-abilitanti/la-legge-annuale-per-il-mercato-e-la-concorrenza)), 2022

temporale, che abbiamo ravvisato come non del tutto illogica e ingiustificata con il presente dettato normativo.

C'è tutto il tempo, allora, di accettare di modificare la legge nel senso sopra proposto, allentandone la rigida scansione temporale in termini di ragionevolezza, senza inficiare in alcun modo la possibile tempestività nell'adozione di essenziali modificazioni normative, che si rivelassero come impellenti o addirittura necessitate, con ciò ristabilendo anche una sorta di corretta sequela "gerarchica" dei poteri, tuttora un po' dubitabile e inquinata dalle evidenziate scadenze pseudo vincolanti ingiustificate, poste a carico dell'Esecutivo e perfino, inauditamente, del Parlamento e peraltro in prevalenza disattese nella altalenante prassi applicativa, poco uniformatasi alla criticabile lettera attuale della legge n.99/2009, istitutiva della LAMC stessa.

Mauro Giusti

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Pisa*

IL GOVERNO DEGLI AIUTI DI STATO NELL'ECONOMIA IN TRANSIZIONE *

(The governance of state aid in the transition economy)

ABSTRACT: *La normativa in deroga al divieto di concessione di aiuti di Stato alle imprese ha consentito, negli ultimi anni, non solo di sostenere le imprese che hanno subito perdite durante la crisi pandemica, ma ha anche permesso l'avvio di una più ampia scala di politiche di incentivazione. Tale approccio, pur non determinando alcuna modifica del quadro normativo generale della suddetta disciplina, costituisce tuttavia un utile strumento per il rilancio dell'economia in un'ottica di programmazione europea. Il regime ontologicamente flessibile viene considerato come un possibile strumento di governo dell'economia. L'analisi che qui si sviluppa muove da alcuni dei criteri indicati dalla Commissione nel Temporary framework. Partendo dai criteri di screening "tradizionali", emergono anche alcuni elementi nuovi, come, ad esempio, l'introduzione dei criteri di "potere di mercato" e "redditività". Non si tratta quindi solo di aiuti difensivi e protettivi, ma anche di aiuti allo sviluppo dell'economia: ad esempio, il criterio del "grave turbamento dell'economia di uno Stato membro" sembra stabilizzarsi a tal punto che potrebbe diventare strutturale visto il suo costante utilizzo come mezzo per ottenere l'autorizzazione da parte della Commissione. In definitiva, il governo degli aiuti diventa oggi uno strumento di politica europea che sembra indicare un passo avanti in termini di pianificazione delle politiche industriali, anche per far fronte alle misure protezionistiche e di sviluppo che provengono da altri sistemi economici e che possono minacciare la concorrenza.*

The legislation derogating from the ban on the granting of state aid to enterprises has made it possible, in recent years, not only to support companies that have

* Contributo approvato dai revisori.

suffered losses during the pandemic crisis but has also allowed the launch of a broader incentive policy stairs. Such an approach, while not determining any change in the general regulatory framework of the aforementioned discipline, nevertheless constitutes a useful tool for relaunching the economy from the point of view of European planning. The ontologically flexible regime is considered to be as a possible tool for governing the economy. The analysis that develops here moves from some of the criteria indicated by the Commission in the Temporary framework. Starting from the "traditional" screening criteria, some new elements also come to light, such as, for example, the introduction of the criteria of «market power» and «profitability». It is therefore not only a question of defensive and protective aid but also of aid for the development of the economy: for example, the criterion of «serious disturbance in the economy in a Member State» seems to stabilize to such an extent that it could become as structural considering its constant use as a means to obtain the authorization by the Commission. Ultimately, the government of aid today becomes as an instrument of European policy which seems to indicate a step forward in terms of planning of industrial policies, also to deal with the protectionist and developmental measures that come from other economic systems that can threaten competition.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Flessibilità del regime di aiuti. – 3. Tra emergenza e programmazione. – 4. Aiuti difensivi. – 5. Elasticità dei criteri di compatibilità. – 6. Intervento condizionato. Gli «eventi eccezionali» e l'intervento ripristinatorio. Rispondere ad un «grave turbamento dell'economia». – 6.1. Il «potere di mercato» – 6.2. La «redditività»: un nuovo sub-criterio? – 7. Una breve nota conclusiva.

1. E' noto come la Commissione abbia affrontato la crisi economica scaturita dalla pandemia utilizzando, fra gli altri, lo strumento delle deroghe alla disciplina degli aiuti di Stato per sostenere le imprese consentendole di intervenire rapidamente, in

più campi disciplinari, in una prima fase nel governo dell'emergenza e, in una seconda, nella "gestione" del progetto della transizione, in particolare, verso l'economia *green*¹. Si è trattato di un impianto disciplinare reso elastico, in quanto adattabile a qualunque situazione contingente, che, oltre tutto, ha consentito agli Stati margini di manovra nel governo economico, a differenza di quanto accaduto nel corso della crisi finanziaria². Tale impostazione è stata seguita anche in tempi recenti allorquando altri *eventi eccezionali* hanno messo a dura prova il "sistema" ai fini di una programmazione dell'economia volta allo sviluppo. La posizione della Commissione è stata sin da subito resa esplicita allorquando, nella prima comunicazione adottata nell'immediatezza dell'esplosione dell'emergenza, ha preannunciato una serie di interventi nella consapevolezza della gravità della pandemia, come pure, in una fase successiva, si è tempestivamente adoperata per adottare misure volte a mitigare gli effetti causati dalla guerra russo-ucraina³ fra le quali si annoverano quelle per sostenere le imprese, ad esempio sostenendo i prezzi degli accresciuti costi energetici⁴.

Da una crisi all'altra, insomma, gli aiuti di Stato sono tornati ad essere considerati, per dir così, "vitali": lo Stato, dopo anni nei quali è stato visto come un problema per lo sviluppo dell'economia, o comunque, prevalentemente, quale "amministratore delle sue scarsezze finanziarie" o guardiano delle dinamiche dell'economia, è ora anche attore/gestore della programmazione europea. In definitiva, lo Stato sembra sia

¹ LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, Atti del Convegno "L'ecosistema del mercato europeo tra diritto e innovazione", 24 giugno 2022, Università degli Studi di Pisa, a cura di PASSALACQUA, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 4, 2022, p. 57 ss.

² AMMANNATI, *Il rapporto tra concorrenza e welfare di fronte alla crisi*, in COLOMBINI, PASSALACQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012, p. 168.

³ Si rileva come «la Commissione ha manifestato un punto di vista di sostanziale conferma del percorso già definito anche nel tentativo di comporre le reazioni degli stati membri di fronte agli effetti più devastanti della crisi»: cfr. AMMANNATI, CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4, 2022, p. 138

⁴ AMMANNATI, *Transizione energetica, "Just Transition" e finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 1, 2022, p. 298.

tornato a svolgere, in una certa misura, pur sempre alla luce del diritto dell'UE, un ruolo di governo dell'economia, non solo in termini di apporto funzionale al ripristino di situazioni di carattere straordinario – e, quindi, temporanee – ma anche come uno degli assi della programmazione economica: una parabola che, dopo il «passaggio *dal welfare state al regulatory state* il cui ciclo ha raggiunto l'apice nel primo decennio di questo secolo per poi ridefinire e re-inventare alcuni suoi strumenti per fronteggiare la crisi economica globale»⁵, volge verso un'inattesa convergenza verso il ritorno agli strumenti pubblicistici di intervento nell'economia.

2. Nell'esame dei suoi diversi profili applicativi relativamente al quadro emergenziale, l'approccio al tema degli aiuti pubblici alle imprese segue lo schema valevole per ogni tipologia di aiuto: 1) valutazione della misura quale aiuto di Stato; 2) applicazione della clausola di *standstill*; 3) approvazione dell'aiuto in base ad una delle deroghe. La concessione degli aiuti può avvenire, ovviamente, anche in forza del regolamento di esenzione dalla notifica preventiva per talune categorie di aiuti orizzontali (con le relative conseguenze quanto al regime della pubblicità e della trasparenza), ampliando i margini di autonomia (ma anche di responsabilità) degli Stati.

Su questo aspetto, va sottolineato come, nel quadro delle iniziative da parte della Commissione per rendere maggiormente flessibile e agevolare il progetto di transizione verso il *green*, attuare progetti innovativi e sostenere la transizione digitale, la modifica del regolamento sulle esenzioni dalla notifica preventiva⁶

⁵ AMMANNATI, *Presentazione*, in PASSALACQUA (a cura di), *Il «disordine» dei servizi pubblici locali. Dalla promozione del mercato ai vincoli di finanza pubblica*, Torino, 2015, p. XI.

⁶ Regolamento (UE) 2023/1315 della Commissione del 23 giugno 2023 recante modifica del regolamento (UE) n. 651/2014 che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato e del regolamento (UE) 2022/2473 che dichiara compatibili con il mercato interno, in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, alcune categorie di aiuti a favore delle imprese attive nel settore della produzione, trasformazione e commercializzazione dei prodotti della pesca e dell'acquacoltura.

costituisca un ulteriore fattore di semplificazione che dovrebbe consentire agli Stati una maggiore operatività, fra gli altri, nel settore energetico ed ambientale (cattura e stoccaggio del carbonio, veicoli a emissioni zero, prestazione energetica degli edifici). La Commissione, insomma, agisce da sponda nei confronti degli Stati al fine di “suggerire” loro le misure (e le forme) le quali, anche se adottate in fase emergenziale, prevedano, o possano indurre, effetti duraturi nel tempo a favore delle imprese o dei settori produttivi cagionando conseguenze benefiche per l’economia. Inoltre, l’indicazione dei settori che la Commissione ritiene meritevoli d’intervento emerge dal *quadro temporaneo*, uno strumento a *formazione progressiva*: da un canto, dunque, la Commissione “preavverte” che i criteri di vaglio restano la bussola interpretativa ai fini dell’autorizzazione delle misure di sostegno delle imprese, dall’altro “preannuncia” o fa intravedere una strategia di lungo termine che punti al rafforzamento di taluni settori dell’economia dal punto di vista della competitività delle imprese e dello sviluppo dell’economia europea⁷.

3. Dal punto di vista politico-istituzionale, la Commissione (ri)conquista un ruolo assai significativo perché essa indica non soltanto le modalità di attuazione delle deroghe ma, come si diceva, svolge una funzione di indirizzo, in una prima fase specificando come eserciterà il suo potere discrezionale (per evitare fughe in avanti da parte degli Stati), in una seconda, canalizzando quei medesimi criteri verso la coordinamento delle iniziative in campo economico⁸. Tale approccio s’iscrive nel solco della tradizione per quel che concerne gli interventi di supporto dell’economia in una fase di crisi e, allo stesso tempo, rivaluta il ruolo dello Stato in termini di promotore dello sviluppo sotto la guida dell’Unione europea. Potrebbe dirsi che si è

⁷ Sul piano dell’effettività, una delle principali ragioni sottese alla regolazione materiale degli aiuti di Stato attiene prevalentemente al profilo procedurale, insito nel contesto della crisi: si tratta, allora, di rendere più spedita la procedura di autorizzazione delle misure previste, un’autorizzazione semplificata che consente di approntare interventi che tengano conto della fase emergenziale nella quale, per l’appunto, è essenziale assumere decisioni in tempi rapidi, garantendo efficacia applicativa alle norme previste.

⁸ LUCHENA, *Programmazione multilivello dell’economia e condizionalità*, in *Federalismi.it*, 2 febbraio 2022.

dinanzi ad un *nuovo corso disciplinare degli aiuti di Stato* che assume una configurazione sostanziale tendenzialmente non negativa, in quanto, dopo anni di chiusure, preclusioni e divieti l'intervento statale in chiave promozionale "torna" fra le possibili forme di promozione della concorrenza.

Invero, non che si pervenga ad una nuova nozione giuridica di aiuto né ad una sua integrazione contenutistica: è piuttosto riconosciuta e confermata la duttilità applicativa di un "sistema" a forte connotato politico che, per dir così, "scudato" dall'aspetto tecnico, ha contrassegnato decenni di *agere* conformativo rigido da parte dell'Unione europea nei confronti degli Stati. Tali "nuovi" aiuti riguardano ed interessano sia le forme dei medesimi sia la strategia, alla luce della programmazione europea scaturita dal *Next Generation EU* che, invero, non va inteso in termini di direzione pubblica dell'economia quanto, piuttosto, nella (auspicata) prospettiva sviluppatista, cioè nell'azione peculiare del tipo di Stato che agisce come se fosse un imprenditore che restituisce i profitti alla collettività in termini di servizi pubblici, di infrastrutture, ecc.

Un ulteriore elemento di novità si riscontra nell'accresciuta collaborazione interistituzionale, nella quale, pur affiorando l'evidente supremazia d'indirizzo della Commissione, gli Stati assumono un ruolo significativo nella progettualità inerente a numerosi profili, fra i quali spicca la condizionalità delle riforme di sistema nell'ordinamento giuridico, un'opera di ammodernamento normativo sollecitata dall'efficienza e dall'efficacia dei risultati da conseguire. Da questo punto di osservazione, dunque, fulcro della programmazione europea è la dimensione collaborativa che si realizza tra l'Unione europea e gli Stati membri: tratto collaborativo che non si sostanzia, evidentemente, soltanto nella fase preliminare ma anche in quelle *in itinere* e nella prospettiva della revisione dei progetti a valere sui fondi destinati (come, recentemente, è avvenuto per quel che concerne l'Italia la quale ha rimodulato taluni progetti ricadenti nel PNRR). L'approccio consiste nel

ritenere l'aiuto non soltanto come una minaccia per la concorrenza ma anche quale intervento qualificativo dell'azione dello Stato in chiave eurounitaria. I settori sui quali si insiste, infatti, riguardano "materie" d'interesse europeo, come la digitalizzazione, le nuove tecnologie, l'ambiente, a favore dei quali le ingenti risorse del PNRR dedicano una sostanziosa parte. Si tratta di un intervento non neutrale che "condiziona" l'azione degli Stati sia perché si individuano i settori economici ritenuti strategici per lo sviluppo dell'economia europea sia perché subordina l'ottenimento dei fondi del bilancio alla realizzazione di una serie di riforme che, per dir così, garantiscano l'ammodernamento del Paese, contribuiscano a ingenerare valore e operino in termini di efficienza sull'uso delle risorse pubbliche.

Insomma, nella programmazione del PNRR, l'ottica non è quella dei fondi strutturali che, ad esempio, "pagano" l'opera pubblica ma quella di una *facility* che deve indicare finalità e obiettivi economici che possono scaturire da quell'opera⁹. Oltre tutto, l'occasione è assai significativa proprio per affrontare talune criticità riguardanti, ad esempio, il processo inerente all'affidamento dei lavori pubblici. A titolo di esempio, si può utilmente fare riferimento alla c.d. legge sblocca cantieri¹⁰, approvata per favorire il conseguimento dei primi obiettivi connessi al PNRR, e al c.d. decreto-legge semplificazioni che modifica il reato di abuso d'ufficio «per far fronte all'esigenza di attenuare quella "paura della firma" dalla quale sarebbero (sono!) afflitti gli amministratori pubblici paralizzati – si dice – da un sistema di controlli da loro valutato come oppressivo e intimidatorio»¹¹. Si veda, inoltre, l'approvazione del nuovo codice dei contratti pubblici che si iscrive nel solco dell'attuazione del principio dell'efficienza come specificato dal principio di risultato di cui all'art. 1 del codice

⁹ MONACELLI, Recovery plan, *un prestito con precise condizioni*, in *lavoce.info*, 22 dicembre 2020.

¹⁰ Legge 14 giugno 2019, n. 55, "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 18 aprile 2019, n. 32, recante: «Disposizioni urgenti per il rilancio del settore dei contratti pubblici, per l'accelerazione degli interventi infrastrutturali, di rigenerazione urbane e di ricostruzione a seguito di eventi sismici»".

¹¹ PARISI, RINOLDI, *L'attuazione del PNRR italiano: spunti di riflessione sull'architettura euro-nazionale in materia (anche se per riflettere c'è ben poco tempo ormai)*, in *Eurojus.it*, n. 3, 2021, p. 82.

medesimo¹².

4. Il sostegno puro e semplice per il mantenimento in vita delle attività economiche è stato in passato avversato dalla Commissione, che considera particolarmente negativi i cc. dd. “aiuti al funzionamento”: l'emergenza, a differenza della crisi del 2007 e seguenti, viene affrontata, com'è noto, con strumenti che intervengono direttamente sul bilancio dell'impresa, alleviandone gli oneri¹³. Le indicazioni sull'opzione di talune forme di aiuto Commissione hanno favorito l'autorizzazione delle medesime¹⁴, con tempi assai ristretti di valutazione: leva fiscale, sovvenzioni dirette, contributi a fondo perduto, e così via¹⁵. Si è in presenza di aiuti *difensivi*, che, nei momenti di *regolarità* della disciplina sugli aiuti di Stato,

¹² Decreto legislativo 31 marzo 2023, n. 36, “Codice dei contratti pubblici in attuazione dell'art. 1 della legge 21 giugno 2022, n. 78, recante delle al Governo in materia di contratti pubblici”.

¹³ Si tratta di strumenti imposti dal *quadro temporaneo*, che rende più elastica l'applicazione dei criteri di compatibilità: l'eccezionalità giustifica l'ampio ricorso agli aiuti nel quadro di una sostanziale tollerabilità dei medesimi quali strumenti necessari rispetto ai quali vige la regola del “*there's no alternative*”.

¹⁴ È sufficiente fare riferimento agli aiuti erogati dall'Italia per il tramite, ad esempio, dei decreti-legge n. 18 e 20 del 2020, su cui LUCHENA, *Emergenza sanitaria e aiuti di Stato*, in LUCHENA, RAGANELLI, *Concorrenza e aiuti di Stato in Europa*, Torino, 2022, p. 184.

¹⁵ Ad esempio, il cosiddetto “ombrello” di aiuti previsto dall'Italia per fronteggiare la pandemia riguarda una serie di misure in deroga alla normativa nazionale (autorizzato dalla Commissione il 21 maggio 2020, più volte prorogato: 11 settembre 2020, 10 dicembre 2020, 15 dicembre 2020, 9 aprile 2021). Si tratta di un pacchetto di norme volte a proteggere le imprese colpite dalla crisi, contenute nel d.l. n. 34 del 2020 (c.d. *decreto rilancio*) che all'art. 53 prevede la deroga al regime giuridico che vieta ai soggetti beneficiari di aiuti non rimborsati (in esecuzione di una decisione di recupero) di ricevere nuovi aiuti (c.d. clausola Deggendorf). La norma consente a tali soggetti di accedere ai benefici al netto dell'importo dovuto e non rimborsato, comprensivo degli interessi. Il decreto in questione recepisce sostanzialmente quanto previsto dal quadro temporaneo in termini di massimali e di forme di aiuto (artt. 54 ss.). Tutte le misure previste fanno riferimento ai principi di carattere generale ivi contenuti e, in particolare, il divieto di concessione degli aiuti alle imprese che versano già in difficoltà prima dell'esplosione della pandemia, l'obbligo di notifica degli aiuti e la necessaria autorizzazione da parte della Commissione, gli adempimenti connessi alla istituzione del registro nazionale degli aiuti di Stato presso il Ministero dello sviluppo economico (artt. 61-64). Le successive modifiche e integrazioni riguardano gli aiuti alle piccole e medie imprese, l'aiuto in termini di costi fissi non coperti per le imprese che hanno subito la riduzione del 30% del fatturato (art. 60-bis d.l. n. 34 del 2020, introdotto dalla legge di bilancio per il 2021) e il prolungamento delle misure e l'innalzamento dei tetti. Sul piano fiscale il decreto prevede la sospensione fino al 16 settembre 2020 di una serie di adempimenti: versamenti tributari previdenziali e assistenziali e premi per l'assicurazione obbligatoria per i Comuni maggiormente colpiti dalla pandemia, oltre alle misure previste nei precedenti decreti.

difficilmente sarebbero consentiti. I criteri che la Commissione indica fra quelli utilizzabili nella fase emergenziale sono quelli, per così dire, “classici”: deve trattarsi di una misura che interviene per alleviare i danni provocati da «eventi eccezionali» e il presupposto della concessione dell’aiuto deve avere a riguardo «un grave turbamento dell’economia in uno Stato membro».

5. Viene in evidenza l’art. 107, §2, TFUE che consente agli Stati di porre in essere misure relativamente ai servizi sociali e ai sussidi in favore dei consumatori (incidendo perlopiù sulle tariffe e sui prezzi), oltre che al verificarsi di calamità naturali ed eventi eccezionali: tali tipologie di aiuti rientrano tra quelle «*block exempted*» che devono essere notificate alla Commissione ai fini della sua approvazione qualora non si riscontrino le condizioni per l’applicazione dell’esenzione¹⁶. Fra i criteri previsti dalla disposizione citata, quello dell’evenienza di un «evento eccezionale» assume una portata ben più ampia rispetto alla prassi precedente. In ogni caso, nella circostanza della pandemia tale criterio ha funzionato come fonte di legittimazione degli aiuti *protettivi* che possono essere concessi in base al quadro temporaneo che stabilisce le condizioni di applicazione della norma. Il *trend* disciplinare prosegue anche con il quadro temporaneo di crisi per far fronte alle conseguenze, dirette e indirette, causate dalla guerra in Ucraina. In tal caso, in particolare, viene in luce una novità rappresentata dalla possibilità di prevedere misure indirette/consequenziali: oltre quella dell’evento eccezionale causato *direttamente* dalla guerra, vi è anche un fattore collaterale, successivo all’adozione delle sanzioni a carico della Federazione russa, cioè le contromisure adottate da quel Paese. Oltre ad essere un aiuto difensivo, esso è anche una misura di carattere *preventivo*.

¹⁶ BATES, *Compatibility of Aid – General Principles*, in BEACON (ed.), *European Union Law of State Aid*, 3rd edition, Oxford, 2017, p. 97.

6. Nello stabilire le modalità di applicazione delle deroghe di cui all'art. 107, § 3, TFUE, la lett. e) del medesimo paragrafo rappresenta un solido ancoraggio ai poteri tradizionali della Commissione che, in questo caso, appaiono configurabili in termini di reazione a possibili situazioni avverse.

Sul piano generale, l'applicazione dell'analisi caso per caso costituisce il terreno dell'esercizio della più ampia discrezionalità da parte della Commissione dato che involge criteri inerenti alla valutazione economica svolta non tanto al piano nazionale quanto a quello europeo: nella sua disamina, la Commissione tiene conto di tutti i «fattori rilevanti» che le consentono di addivenire ad una decisione di compatibilità, non essendo peraltro vincolata alla sua stessa precedente prassi operativa¹⁷. Non solo, ma, sempre ai sensi della disposizione citata, la valutazione di compatibilità deve sempre contenere un esame degli effetti positivi che un eventuale aiuto può determinare all'economia europea come può essere, ad esempio, il conseguimento dell'obiettivo dell'interesse comune.

Il «grave turbamento dell'economia in uno Stato membro» di cui all'art. 107, 3, lett. b), TFUE costituisce il criterio utilizzato nelle circostanze di crisi sopra richiamate che rievoca, per l'appunto, l'evenienza di una circostanza di carattere eccezionale¹⁸. La sua ampiezza interpretativa favorisce l'applicazione del criterio *de*

¹⁷ BATES, *op. cit.*, p. 99.

¹⁸ BATES, *op. cit.*, p. 107. Il criterio richiamato trova una prima compiuta applicazione nel corso della crisi del 2008. In quella circostanza, si trattava di rispondere ad esigenze diverse rispetto a quelle emerse nel corso della pandemia – principalmente il sostegno al settore bancario gravemente colpito dalla crisi finanziaria (v SEMERARO, *Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio*, in *Dirittobancario.it*, 17 febbraio 2016), tanto da consentire, tra l'altro, l'adozione di specifiche misure per quel che concerne la risoluzione delle crisi. La Commissione si avvale, come sempre in questi casi, della *soft regulation* quale strumento di regolazione materiale che ha consentito, per dir così, l'allargamento delle maglie del suo vaglio accettando sostanzialmente la gran parte delle misure di sostegno proposte dagli Stati; inoltre, l'adozione di strumenti di *soft law* è motivata anche dal fatto che la Commissione ha evitato il confronto con i governi in un momento in cui i medesimi chiedevano la sospensione delle regole sugli aiuti: cfr. PIERNAS LÓPEZ, *The Concept of State Aid under EU Law. From internal market to competition and beyond*, Oxford, 2015, p. 221 ss. Le comunicazioni adottate dalla Commissione per fronteggiare le emergenze economiche ampliano la portata applicativa dei criteri di vaglio in base ad un'interpretazione evolutivo/adattativa alla situazione contingente secondo un approccio sostanzialista affrontato con la *sub-specie* del *soft law* denominata *post law*: con tali fonti

quo dinanzi a situazioni di particolare difficoltà: esso, dall'essere una deroga soggetta ad un'interpretazione, per dir così, tradizionale, restrittiva e a volte rigida, diviene l'aggancio normativo ai fini della gestione non soltanto congiunturale del sistema di aiuti, tanto che l'espressione "turbamento" non sembra più essere sinonimo di crisi. Esso soddisfa pienamente anche l'interpretazione fornita dalla Corte, in particolare per quel che concerne la connessione all'interesse comune europeo, sì da svincolarla dalla valutazione in ordine al consueto vaglio riguardante il bilanciamento fra la natura negativa dell'aiuto e il beneficio da questo generato per l'intera economia¹⁹. In tal senso, sembrerebbe trattarsi di un aiuto positivo presuntivo²⁰, a seguito di una valutazione che supera, o (almeno temporalmente) abbandona, per l'appunto, il concetto di presunzione negativa o di negatività sospetta dell'aiuto. Il criterio *de quo*, inoltre, sembra integrare la tutela dell'interesse comune considerato che il sostegno economico alle imprese s'irradia all'intera economia europea e, naturalmente, all'economia del Paese nel quale opera l'impresa beneficiaria: esso integrerebbe la compensazione positiva rispetto alla natura dell'aiuto. Com'è intuitivo, allora, l'autorizzazione di un aiuto in base a tale criterio può essere considerato come un aiuto che copre una pluralità di valutazioni, ivi compresa quella relativa ad una crisi potenziale o quale strumento di "difesa" dell'economia di uno Stato membro e della stessa Unione europea. La "novità" risiede nell'estensione applicativa di un criterio, "pensato" principalmente per sostenere le imprese colpite da una situazione emergenziale imprevista e temporanea, poi ampliato e diffuso anche a situazioni che prevenivano un "possibile" o "pronosticato" «grave turbamento dell'economia».

atipiche la Commissione detta linee d'indirizzo, determina le modalità di applicazione delle norme giuridiche di riferimento "interpretandole" in relazione alla situazione concreta, con la implicita "riserva" di adattare ulteriormente la disciplina al sorgere di eventi nuovi: cfr, sul punto, MORBIDELLI, *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 2, 2016, p. 1 ss.

¹⁹ Trib. 17 febbraio 2021, causa T-238/20, Ryanair c. Commissione ("licenze svedesi"); 17 febbraio 2021, causa T-259/20 Ryanair c. Commissione ("licenze francesi").

²⁰ SCHEPISI, *Aiuti di Stato...o aiuti tra Stati? Dal temporary framework al Recovery Plan nel "comune interesse europeo"*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1, 2021, p. 123.

Molti degli aiuti concessi in base al criterio *de quo* si prefiggono il raggiungimento di obiettivi posti in evidenza sin dalla prima comunicazione sul quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato: una sorta di clausola abilitativa che sembra volgere verso un più ampio spettro ermeneutico rispetto al passato che, tuttavia, pur lasciando impregiudicata l'applicabilità dell'art. 107, §3, TFUE, rende politicamente ed economicamente accettabile il ricorso a forme di aiuto difficilmente concedibili in condizioni, per così dire, di "normalità".

6.1. Non sempre il criterio del «grave turbamento dell'economia in uno Stato membro» costituisce, peraltro, un lasciapassare incondizionato alla misura d'incentivazione economica. Talvolta, infatti, il ricorso a tale criterio è suscettivo di ingenerare situazioni che inducono a considerazioni di un certo interesse in riferimento a taluni elementi valutativi che allargano il campo ad altre fattispecie tipiche del diritto della concorrenza. In altre parole, esso si presta ad interessare campi di applicazione normativamente avulsi dalla disciplina degli aiuti di Stato per involgere, per analogia, altre fattispecie. Il riferimento è al criterio del «significativo potere di mercato» invocato nella concessione di un aiuto ad una compagnia aerea che ha usufruito di aiuti nel quadro del *Temporary framework* e segnatamente del punto 72²¹, con il quale si è per l'appunto concesso un aiuto a alla compagnia Lufthansa. Tale criterio non si riscontra né nel citato *Quadro temporaneo* né in altra norma relativa agli aiuti di Stato alle imprese. La questione è stata sollevata dalla concorrente Ryanair che ha lamentato, fra l'altro, come il sostegno in termini di ricapitalizzazione assegnato non abbia tenuto conto del fatto che l'impresa beneficiaria rivesta un ruolo assai significativo nel mercato di riferimento, tale per cui

²¹ Comunicazione della Commissione, Sesta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della COVID-19 e modifica dell'allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine, 2021/C 473/01.

la posizione di vantaggio venutasi a creare, che potrebbe generare una «espansione aggressiva finanziata dall'aiuto», non è ritenuta conforme alle norme sulla concorrenza²². In particolare, l'arresto conseguente introduce un nuovo criterio di valutazione nella disciplina degli aiuti di Stato, per così dire, mutuato da altra disciplina. Se l'art. 107, 3, lett. b) TFUE consente, nel quadro del *Temporary framework*, di assegnare aiuti in una situazione di difficoltà complessiva di uno Stato membro, la disamina degli effetti prodotti resta pur sempre un elemento di valutazione che le autorità concedenti sono tenute ad osservare. Nel caso di specie, infatti, il sussidio economico, autorizzato dalla Commissione, presenterebbe caratteristiche tali da irradiare la sua incidenza negativa con riferimento al richiamato «significativo potere di mercato» che, a mente dell'art. 63 della direttiva UE n. 1972 del 2018 relativa alle comunicazioni elettroniche²³, consiste nel godere di una posizione equivalente ad una posizione dominante, fattispecie tipica prevista dall'art. 101, TFUE. La disposizione ora citata precisa che la fattispecie *da qua* attiene ad «una posizione di forza economica che le conferisce il potere di comportarsi in misura sensibilmente indipendente dai concorrenti, dai clienti e, in definitiva, dai consumatori». Tale posizione sarebbe equiparabile alla «posizione dominante» come determinata da giurisprudenza costante della Corte di giustizia UE che ne ha tracciato i confini in termini di godimento di «una forza economica di cui gode un'impresa che le consente di impedire il mantenimento di una concorrenza effettiva sul mercato rilevante», come nel caso della compagnia aerea tedesca che può «vantare» significative quote di mercato in numerosi aeroporti²⁴. Per di più la le quote di mercato consentono di testare l'importanza delle imprese che vi operano e

²² Tribunale, cause riunite T-34/21 e T-87/21, Ryanair DAC c. Commissione e Condor Flugdienst GmbH c. Commissione, 10 maggio 2022, punto 289.

²³ Direttiva (UE) 2018/1972 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 dicembre 2018 che istituisce il codice europeo delle comunicazioni elettroniche.

²⁴ Tribunale, cause riunite T-34/21 e T-87/21, Ryanair DAC c. Commissione e Condor Flugdienst GmbH c. Commissione, 10 maggio 2022, punto 370.

forniscono indicazioni sulla struttura del mercato di riferimento²⁵.

Il «grave turbamento dell'economia in uno Stato membro», dunque, va valutato tenendo conto della proporzionalità della misura la quale indica come l'aiuto non debba andare oltre quanto strettamente necessario. Il criterio *de quo*, allora, pur essendo assai utile nella predisposizione di misure che intervengono nell'immediatezza di una situazione congiunturale sfavorevole, necessita di accorgimenti applicativi che ne limitino l'utilizzo attraverso una valutazione complessiva delle conseguenze che possono prodursi in uno scenario concorrenziale caratterizzato da presenze plurime sul mercato.

6.2. Che si tratti di un movente non soltanto “difensivo” ma anche programmatico/funzionale emerge anche da un altro caso recente quale quello degli aiuti concessi dal governo austriaco ad una compagnia aerea.

La prospettiva della concessione di un aiuto di Stato non può (più) riguardare l'esclusivo elemento della compatibilità in base ai noti criteri consolidati. Si perviene ad una valutazione preventiva introducendo un criterio *de facto* o, se si vuole, tecnico, che possa orientare nell'opera di vaglio. Ci si riferisce alla *redditività* (almeno potenziale) dell'aiuto concesso in termini di sostegno incentivante (il requisito della redditività viene in evidenza allorquando il giudice fa riferimento agli obiettivi perseguiti dagli aiuti concessi in periodo covid in base al parametro *de quo* quale strumento di ripristino della situazione patrimoniale precedente alla crisi pandemica dovendosi considerare la situazione complessiva del beneficiario e quella del settore interessato²⁶): in altre parole, se non vi è redditività per il prestatore, non ve ne sarà, conseguentemente, nemmeno per il percettore. Nel caso di specie, ai fini della promozione delle compagnie aeree, come degli aeroporti, una delle valutazioni

²⁵ Tribunale, cause riunite T-34/21 e T-87/21, Ryanair DAC c. Commissione e Condor Flugdienst GmbH c. Commissione, cit., punto 383.

²⁶ Tribunale, cause riunite T-34/21 e T-87/21, Ryanair DAC c. Commissione e Condor Flugdienst GmbH c. Commissione, cit., punto 311.

compiute dalla Commissione – avallata dalla Corte UE – inerisce, per l'appunto, al profilo testé segnalato. L'effetto incentivante determinato dall'aiuto consisterebbe nel movente indotto dall'aiuto per rendere redditizio ciò che senza l'aiuto non sarebbe stato tale.

In tale contesto, l'efficacia dell'intervento statale verrebbe misurata attraverso l'accertato mutamento comportamentale assunto dall'impresa beneficiaria per effetto dell'aiuto. Certo, la valutazione inerisce allo sviluppo potenziale del numero dei passeggeri che potrebbero aumentare dopo l'investimento effettuato in termini di aumento delle rotte²⁷, il che diviene prodromico ai fini dell'applicazione della deroga di cui all'art. 107, §3, lett. c). Dalla disamina effettuata, l'accordo quadriennale non avrebbe garantito quello sviluppo del numero dei passeggeri ritenuto plausibile per una redditività non solo potenziale ma anche effettiva dell'aiuto. In sostanza, se le nuove rotte non garantiscono l'effetto incentivante, l'aiuto non sarebbe redditizio e, dunque, non indurrebbe ad alcun cambiamento comportamentale in capo al ricevente e, per tale ragione, l'obiettivo della deroga di cui alla disposizione di riferimento non sarebbe soddisfatto²⁸.

7. «Evento eccezionale» e «grave turbamento dell'economia in uno Stato membro» sono criteri che profilano un approccio definibile a doppio binario dal quale può desumersi la sussistenza in capo alla Commissione del governo di fatto dell'economia, specialmente nel campo degli aiuti di Stato alle imprese. Il primo fa riferimento ad aiuti di carattere “ripristinatorio” o, per l'appunto, difensivo; il secondo abbraccia uno spettro più ampio. In particolare, il secondo dei criteri esaminati, ai fini della concessione degli aiuti, diviene non soltanto un fattore di alleggerimento del peso sopportato dall'impresa nella situazione di crisi – cosa che configurerebbe un aiuto al funzionamento, *in nuce* considerato negativamente e,

²⁷ Tribunale, causa T-522/20, Carpatair SA c. Commissione, 8 febbraio 2023, punto 103.

²⁸ Tribunale, causa T-522/20, Carpatair SA c. Commissione, cit., punto 127.

quindi, *ictu oculi* non ammissibile – ma consente allo Stato di programmare interventi anche di lungo periodo, atteso che gli effetti del «turbamento» possono ingenerare gravi ripercussioni sull'economia non soltanto di uno Stato membro ma anche su una pluralità di Stati; anzi, può dirsi che esso stia diventando un criterio quasi strutturale, data la costanza con la quale la Commissione lo indica come requisito per l'ammissibilità potenziale degli aiuti. Nella prospettiva indicata, la *giustificazione compensatoria* assume, per dir così, una valenza sussidiaria, come nel caso degli aiuti alle imprese energivore, che sarebbe un profilo sotto certi aspetti inedito in punto di applicazione della normativa sul divieto di concessione degli aiuti di Stato.

La spirale genera un effetto moltiplicatore delle iniziative di sostegno pubblico delle imprese perché, oltre tutto, risponde ad un obiettivo di carattere internazionale e soprattutto eurounitario, reso esplicito da una legislazione assai articolata e sempre più incanalata verso un *favor* per le imprese che non inquinano o che programmano investimenti nel settore energetico/ambientale o che contribuiscono a creare occupazione tramite interventi rigenerativi o per la riduzione dei consumi, o, ancora, per contribuire al processo di de-carbonizzazione, per dir così, su ampia scala,²⁹ anche per il tramite di una politica dei trasporti sostenibili³⁰, e così via.

In questo momento storico, le congiunture contribuiscono, per così dire, a “(ri)modellare” o “plasmare” la politica degli aiuti: essa è andata di pari passo con una concezione dell'intervento nell'economia caratterizzato da formule adattative alla diverse circostanze. Rendere flessibile la disciplina degli aiuti di Stato è, pertanto, un compito complesso ma allo stesso tempo necessario al fine di rendere operante un

²⁹ AMMANNATI, *Passato, presente ew futuro del modello della rete. Le sue trasformazioni nella governance europea dell'economia*, in *Analisi giur. econ.*, n. 2, 2018, p. 341 la quale, per l'appunto, sottolinea come «la convergenza tra politiche per l'energia e per il clima ha prodotto un progressivo spostamento degli obiettivi da quelli tradizionali di regolazione e apertura dei mercati a quello della de-carbonizzazione»..

³⁰ AMMANNATI, *Verso un trasporto sostenibile. Interoperabilità intermodalità e digitalizzazione*, in AMMANNATI, CANEPA (a cura di), *Politiche per un trasporto sostenibile. Governance multimodalità fiscalità*, Napoli, 2017, p. 11 ss.

indirizzo generale che consente «di raggiungere gli obiettivi di *policy* predefiniti»³¹ fra i quali, per l'appunto i sistemi di incentivazione.

In definitiva, se si osservano i numerosi orientamenti e le discipline singolari adottati negli ultimi due anni si comprende come la fase attuale sia rivolta a regolare un'ampia gamma di campi disciplinari che dovrebbero rendere, nel tempo, maggiormente flessibile l'adozione di aiuti di Stato alle imprese che spaziano dagli aiuti al finanziamento del rischio a quelli a tutela dell'ambiente, dagli aiuti finanziati dal fondo InvestEU a quelli per l'energia elettrica e il gas, dal sostegno alle imprese innovative a quelle del settore marittimo e così via. Si approda, dunque, all'allargamento del perimetro di disponibilità per tutti gli Stati in una cornice comune che segue l'orientamento della c.d. "autonomia strategica" su scala globale, quale «ambizione omnicomprensiva dell'Unione europea di equipaggiarsi con gli strumenti adeguati per raggiungere un'interdipendenza globale in linea con i suoi interessi e i suoi valori fondanti»³².

Gli aiuti di Stato, dunque, possono costituire uno strumento di sostenibilità per l'intera industria europea e non soltanto un rimedio contro le esternalità negative o i fallimenti del mercato: basti pensare alle recenti linee guida in materia di energia e ambiente con le quali l'UE dovrebbe traghettare l'industria europea nella transizione energetica e ambientale o alle norme sugli importanti progetti comuni di interesse europeo i quali costituiscono la più avanzata forma di collaborazione fra Stati membri transfrontalieri nell'attuazione della politica industriale³³. L'orizzonte è quello tracciato dalla *Trade Policy Review* nella quale la Commissione pone in evidenza la necessità di proteggere il mercato affinché esso sia «*well-functioning, diversified and*

³¹ AMMANNATI, *Governance e regolazione attraverso reti*, in AMMANNATI, BILANCIA (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea*, II, *Governance multilivello regolazione e reti*, Milano, 2008, p. 185.

³² SMULDERS, *Ricerca e sintesi fra politica di concorrenza e politica industriale: l'ambizione dell'Unione europea nel rafforzare la sua autonomia strategica*, in ROSSI DAL POZZO (a cura di), *Politica di concorrenza e politica industriale, sinergia e conflitto?*, numero speciale di *Eurojus.it*, 3 aprile 2023, p. 6.

³³ SMULDERS, *op. cit.*, pp. 7-8.

sustainable global value chains»³⁴. Il che riporta all'impegno delle istituzioni nell'alveo della politica industriale, particolarmente visibile ad esempio nella strategia per l'economia circolare³⁵, un impegno assai ambizioso anche per proteggere le imprese europee da pratiche aggressive e talvolta sleali poste in essere dagli attori globali dell'economia³⁶.

Giovanni Luchena

*Ordinario di diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro*

³⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Trade Policy Review - An Open, Sustainable and Assertive Trade Policy Trade Policy review*, Brussels, 18th February 2021, COM(2021) 66 final, p. 4.

³⁵ AMMANNATI, *Transizione energetica, "Just Transition" e finanza*, cit., p. 291.

³⁶ SMULDERS, *op. cit.*, p. 9.

RILEGGENDO “LE PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA” DI LAURA AMMANNATI *

*(Reading again the book “Privatizations in Italy” directed by Laura
Ammannati)*

ABSTRACT: *Questo saggio parte dall'analisi del libro "Privatizzazioni in Italia", diretto da Laura Ammannati e pubblicato nel 1995 subito dopo la promulgazione della legge italiana sulle privatizzazioni, e mostra come le affermazioni e il pensiero dell'autrice siano ancora veri e accurati. Per verificare quanto sopra, l'analisi si concentra sul processo di privatizzazione e sull'evoluzione dello screening degli IDE in Italia. In conclusione, alcune preoccupazioni sollevate da Laura Ammannati nel 1995 sono confermate dall'evoluzione della legislazione nazionale in materia.*

This essay moves from an analysis of the book “Privatizations in Italy” directed by Laura Ammannati and published in 1995 promptly after the enactment of the Italian law on privatizations, and shows how the statements and thought of the Author are still true and accurate. In order to verify the above the analysis focuses on the privatization process as well as on FDI screening evolution in Italy. In conclusion, certain concerns raised by Laura Ammannati in 1995 are confirmed by the development of the national legislation in this area.

SOMMARIO: 1. Il volume a cura di Laura Ammannati sulle privatizzazioni in Italia. – 2. Cenni sul processo di privatizzazione. – 3. (*segue*): e sull'evoluzione dei poteri speciali dello Stato. – 4. “Illusioni perdute” o “perplexità confermate”?

* Contributo approvato dai revisori.

1. Nel saggio di apertura del volume *“Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia”* a cura di Laura Ammannati¹, l’A. illustra efficacemente i principali aspetti del programma di privatizzazioni dell’epoca, evidenziandone peculiarità e incertezze.

Dapprima l’A. sottolinea l’accidentalità del percorso normativo di cui trattasi – definendolo “a scatti” – oltre all’eterogeneità della fattispecie, icasticamente ricondotta non tanto al formale «*“orientamento” verso l’utilizzazione di moduli riorganizzativi e gestionali di tipo privato*», quanto, piuttosto, al sostanziale «*trasferimento della proprietà di imprese e di attività dal settore pubblico a quello privato*», donde «*il definitivo ritiro dello Stato dalla produzione diretta di beni pubblici e privati*»².

Inoltre l’A. ricorda come il processo sia stato indotto da scelte di livello europeo – prefigurandosi, con lungimiranza, «*la questione di una “compatibilità comunitaria” di determinati aspetti delle procedure di privatizzazione ... (ad esempio per ciò che riguarda... le varie forme di limitazione poste a garanzia di interessi economici generali e di interessi nazionali*» – e si sia distinto per “instabilità”, “frammentarietà” e “disomogeneità”, finendo per dar luogo a una «*normativa “del caso per caso”*»³.

Una sensazione di disorganicità emerge anche con riferimento agli obiettivi sottesi alle privatizzazioni, che includono la riduzione del *deficit* del bilancio statale, il *favor* per il capitalismo popolare e la liberalizzazione di settori nevralgici per l’economia nazionale⁴.

Con riferimento ai poteri speciali riservati allo Stato nella versione originaria della *golden share* (art. 2 della l. 474/1994) l’Autrice, in coerenza con la dottrina

¹ Si tratta del volume AA.VV., *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia* a cura di L.Ammannati, Milano, 1995, 1 ss.

² Così L.AMMANNATI, *Le privatizzazioni in Italia: alla ricerca di un progetto*, in AA.VV., *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia* a cura di L.Ammannati, Milano, 1995, spec. 1 ss.

³ Cfr. L.AMMANNATI, *Le privatizzazioni in Italia, cit.*, spec. 5 ss.

⁴ Cfr. L.AMMANNATI, *Le privatizzazioni in Italia, cit.*, spec. 23 ss.

dell'epoca⁵, stigmatizza l'equivocità di fondo sottesa a prerogative pubblicistiche mascherate da fattispecie di diritto societario.

Il lavoro in osservazione si conclude con una critica ben argomentata al progetto di privatizzazione nel suo complesso, invitando il legislatore ad affiancarvi una regolazione imperniata su «*forti e precisi poteri pubblicistici da esercitare con il massimo grado possibile di autonomia*»⁶.

Le riflessioni richiamate mostrano una estrema attualità poiché evidenziano efficacemente i punti salienti della disciplina in disamina prevedendone l'evoluzione applicativa, i cui contorni sono rintracciabili anche negli scritti pubblicati sulla Rivista della Regolazione dei Mercati co-diretta dalla Prof.ssa Ammannati⁷.

2. Per cogliere adeguatamente la rilevanza del contributo offerto dagli studi di Laura Ammannati in materia di privatizzazioni è opportuno ripercorrere brevemente le principali tappe evolutive del processo di cui trattasi.

Come è noto, il compito di trasformare gli enti pubblici nazionali in società per azioni era stato rimesso dal legislatore all'iniziativa dei singoli enti, tanto che la l. 29 gennaio 1992, n. 35 prevedeva tale possibilità per gli enti di gestione delle partecipazioni statali e per le aziende autonome statali mediante un procedimento complesso che prendeva le mosse da una delibera degli organi competenti degli enti in questione.

Tale procedimento di privatizzazione formale non è stato, tuttavia, attuato, dovendosi attendere il d.l. n. 333 dell'11 luglio 1992 per la trasformazione *ex lege* in s.p.a. dei più importanti enti pubblici economici italiani (IRI, ENI, INA ed ENEL) oltre

⁵ Si v., *ex multis*, G.ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, 386 ss.; B.LIBONATI, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 20 ss.; P.MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: leggi e documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 194 ss.; R.COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77 ss.

⁶ Cfr. L.AMMANNATI, *Le privatizzazioni in Italia*, *cit.*, 38 ss.

⁷ A chi scrive piace ricordare un recente dialogo su questi temi avuti con la Prof.ssa Ammannati in occasione di un lavoro pubblicato nella rivista menzionata nel testo [cfr. A.SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia in Italia*, in *Riv. reg. merc.*, 2021, 55 ss.].

che per l’attribuzione al C.I.P.E. della competenza a deliberare la trasformazione in s.p.a. “di enti pubblici economici, qualunque sia il loro settore di attività” (art 18)⁸.

Per quanto riguarda gli altri enti pubblici, diversi da quelli economici, occorre invece attendere la l. 15 marzo 1997, n. 59, con la quale il Governo è stato delegato ad emanare, entro il termine del 31 luglio 1999, uno o più decreti legislativi al fine di riordinare gli enti pubblici nazionali operanti in settori diversi dall’assistenza e dalla previdenza, trasformandoli in società o in enti pubblici economici⁹.

Per quel che concerne la privatizzazione formale delle aziende municipalizzate locali, occorre distinguere due momenti storici: dapprima quello iniziale, fino all’entrata in vigore della legge 127 del 1997 (c.d. Bassanini-*bis*), caratterizzato da una procedura più complessa che ha costituito un significativo ostacolo a tale percorso di privatizzazioni¹⁰; successivamente una fase connotata da una procedura semplificata¹¹.

Tralasciando in questa sede il dibattito sull’opportunità di una privatizzazione formale, attraverso l’assunzione della veste organizzativa della s.p.a.¹², piace ricordare sul punto quanto indicato nella nota illustrativa della bozza di delibera del CIPE in merito alla legge del 29 gennaio 1992 n. 35, ove si legge che la trasformazione

⁸ In forza di questa norma sono stati trasformati in s.p.a. l’Ente Ferrovie dello Stato (deliberazione CIPE del 12 agosto 1992) e l’Ente Poste Italiane (deliberazione CIPE del 18 dicembre 1997).

⁹ Il Governo ha trasformato in s.p.a., ad esempio, l’Ente Autonomo Acquedotto Pugliese (D.Lgs.11 maggio 1999, n.41) e l’Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato (D.Lgs. 21 aprile 1999, n.116).

¹⁰ La privatizzazione formale delle aziende degli enti locali per la gestione di servizi pubblici è avvenuta fino alla l. 127 del 1997 attraverso la seguente procedura: (a) costituzione di una società per azioni a totale controllo dell’ente locale; (b) successivo aumento di capitale della neo-costituita s.p.a. con conferimento dell’azienda municipalizzata o dell’azienda speciale da parte del Comune; (c) revoca dei servizi pubblici in carico alla azienda municipalizzata ed affidamento degli stessi alla neo-costituita s.p.a. (art 22, lett. e, l. n. 142/1990).

¹¹ La l. 127 del 1997 ha introdotto una procedura semplificata allo scopo di agevolare la trasformazione in s.p.a. delle aziende degli enti locali. Il D. Lgs. 267 del 2000, riproducendo quanto già previsto dalla l. n. 127 del 1997, ha consentito ai Comuni di trasformare le loro aziende speciali in società per azioni “*per atto unilaterale*” attraverso una delibera dell’organo consiliare dell’ente locale che sostituisce tutti gli adempimenti in materia di costituzione delle società previste dalla normativa vigente (art. 115, c. 2, D. Lgs. 267/2000).

¹² Dibattito in merito al quale si rinvia, *ex multis*, a P.G.JAEGER, *Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia*, in *Giur. comm.*,1992, I, 991 ss.

degli enti pubblici economici in società per azioni costituisce un “obiettivo di carattere strategico esso stesso” in quanto “la forma della s.p.a. di per sé è infatti in grado sia di conferire certezza e maggiore trasparenza all’attività e alle informazioni fornite all’esterno, sia di aumentare il livello di autonomia, responsabilità e managerialità: fatti tutti essenziali per competere, senza essere emarginati, in mercati sempre più correlati e interdipendenti”¹³.

E ciò fermo restando che, come osservato nella nota sentenza della Corte Costituzionale n. 466 del 28 dicembre 1993, alle s.p.a. a controllo pubblico, derivate dalla trasformazione degli enti pubblici, si applicano speciali disposizioni normative, perché la semplice privatizzazione formale non comporta la cancellazione delle connotazioni proprie della loro originaria matrice pubblicistica, almeno fino a quando lo Stato conserva il controllo delle nuove società mediante una partecipazione esclusiva o maggioritaria al loro capitale azionario¹⁴.

Coerentemente con quanto precede, il percorso in osservazione può dirsi compiuto solo con la privatizzazione sostanziale, e segnatamente con la dismissione in favore dei privati delle azioni di proprietà diretta o indiretta dello Stato o degli enti pubblici, o meglio allorquando si realizzi il passaggio del controllo societario ai privati in quanto, in questa materia, la natura pubblica o privata della proprietà si misura con riferimento al soggetto che ha il diritto di disporre dell’impresa¹⁵.

Tutto ciò, lo si ricorda, persegue l’obiettivo di ridurre il debito pubblico, promuovere la diffusione dell’azionariato e l’allargamento del mercato borsistico oltre a incrementare l’efficienza e la competitività delle imprese italiane.

A quest’ultimo proposito vale la pena rammentare che l’aumento della

¹³ In arg. v., in luogo di molti, G.OPPO, *Diritto privato ed interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1994, 39 ss.; G.MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche “privatizzate”*, in *Riv. soc.*, 1994, 740 ss.

¹⁴ Si v. M.FOSCHINI, *Enti privatizzati e controllo della Corte dei Conti*, in *Scritti in onore di Guido Carli*, Milano, 1995, 133 ss.

¹⁵ Così T.PADOA SCHIOPPA, *Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto*, in *Riv. soc.*, 1992, spec. 92.

competitività delle imprese pubbliche oramai privatizzate, attraverso il loro inserimento in una economia di libero mercato, presuppone l’assoggettamento di queste ultime ad un regime di concorrenza e liberalizzazione, in cui gli interessi vitali dello Stato rimangono salvaguardati, tra l’altro, attraverso il congegno della *golden share*.

3. Il proposito di tutelare gli interessi pubblici sottesi all’attività delle società operanti nei settori strategici dell’economia – mediante l’attribuzione agli Stati nazionali di poteri speciali nell’organizzazione e nella gestione di tali imprese – pur trovando originaria fonte nell’art. 2 della legge sulle privatizzazioni, ha subito un significativo ridimensionamento, all’inizio del millennio in corso, per via della ripetuta affermazione, da parte della Corte di giustizia dell’Unione europea, di una tendenziale incompatibilità di dette misure con alcune libertà fondamentali del Trattato in ambito economico¹⁶.

Tali prerogative, come noto, pur avendo ad oggetto significativi aspetti della conduzione imprenditoriale di società oramai privatizzate, prescindevano totalmente da un’effettiva partecipazione dello Stato al capitale sociale delle stesse. E poiché la *golden share* attribuiva al Governo poteri di influenza sulle imprese strategiche sproporzionati rispetto al rischio economico assunto, il giudice europeo ha sovente stigmatizzato l’idoneità delle normative domestiche sui poteri speciali a limitare gli investimenti all’interno dell’Unione per asserita violazione delle libertà di stabilimento e circolazione dei capitali.

Tuttavia, ad una fase iniziale di progressivo allineamento delle normative nazionali ai principi interpretativi dettati dal giudice europeo ha fatto seguito – nel contesto economico *post* «crisi Lehman» – un *revirement* delle istanze protezionistiche degli

¹⁶ In arg. sia consentito il rinvio a A.SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in *Trattato delle società* a cura di V.Donativi, Torino, 2022, IV, 843 ss.

Stati membri volte a proteggere i propri mercati di riferimento dal rischio di acquisizioni ostili delle imprese strategiche domestiche ad opera di acquirenti esteri. In altre parole, la minore capitalizzazione dei campioni nazionali – in un clima di sfiducia nel processo di integrazione europeo – ha spinto gli ordinamenti locali verso un moderno protezionismo in ambito economico, a salvaguardia della nazionalità di *asset* ritenuti sensibili per l'economia e la politica del singolo Stato.

Si è assistito, quindi, a una tensione fra gli orientamenti del giudice europeo – ispirati a una lettura rigorosa dei principi su cui si regge l'Unione economica e politica – e l'esigenza dei moderni Stati nazionali di supervisionare, con ampiezza di poteri, l'andamento delle attività economiche strategiche che producono effetti sul proprio territorio di riferimento.

In apparente ossequio ai criteri dettati dalla Corte di giustizia UE il legislatore italiano ha ridisegnato la disciplina sui poteri speciali emanando il D.L. 15/03/2012, n. 21, così dando luogo ad un nuovo assetto significativamente diverso da quello precedente.

Le innovate prerogative statali attribuiscono al Governo poteri di intervento sulla circolazione azionaria e sulle operazioni straordinarie poste in essere dalle imprese operanti nei settori economici strategici a prescindere da una partecipazione pubblica – attuale o pregressa – al relativo capitale sociale.

In estrema sintesi, la normativa vigente – abbandonando il tradizionale obiettivo della conservazione di un'ingerenza statale a fronte della perdita del controllo societario sull'impresa strategica privatizzata e dismessa – ha ora di mira la tutela dell'interesse pubblico essenziale nelle imprese strategiche senza preclusioni soggettive di sorta. Di fondo emerge la finalità di consentire un'influenza governativa in tutte le situazioni in cui sia posto in pericolo il funzionamento di attività economiche ritenute strategiche per il Paese, prescindendo dalla natura del soggetto che ne è titolare.

Ne deriva un notevole ampliamento – rispetto al passato – delle attività economiche potenzialmente soggette all’esercizio dei poteri speciali dello Stato; poteri, questi ultimi, che attualmente si estendono sino a ricomprendere tutti gli attivi strategici per lo Stato purché concretamente individuati dal Governo con appositi decreti o regolamenti. Ciò spiega il motivo per cui, nella prassi, si parli correntemente di «*golden powers*» – e non più di «*golden share*» – per identificare i vigenti poteri speciali dello Stato, considerato che è venuta meno qualsivoglia connessione del potere pubblico con la partecipazione azionaria nell’impresa strategica ad esso assoggettata (attuale o pregressa).

Significativa al riguardo è la circostanza che, mentre nell’abrogata normativa sulla *golden share* (D.L. n. 332/2004) l’assoggettamento dell’impresa ai poteri speciali dello Stato era evidenziato dalla presenza di una clausola *ad hoc* nello statuto della società oramai privatizzata, diversamente nel vigente quadro disciplinare l’applicabilità dei *golden powers* al caso concreto si desume unicamente da una complessa interpretazione delle norme applicabili da parte degli operatori coinvolti.

Tale approccio regolamentare, oltre a confermare il progressivo abbandono dei congegni di diritto societario a servizio di obiettivi pubblicistici – quali, ad esempio, le clausole statutarie immodificabili che disciplinavano l’abrogata *golden share* oppure il diritto dello Stato di nominare amministratori senza diritto di voto, e via scorrendo – crea spesso incertezze applicative anche a causa dell’assenza di indici formali incontestabili da cui desumere l’assoggettamento dell’impresa specifica al potenziale esercizio dei poteri statali.

Non è casuale che le soluzioni legislative in commento abbiano visto la luce in un momento storico in cui il «sistema Italia» ha corso il rischio di dover dismettere, con modalità e tempi repentini, attività economiche strategiche in favore di investitori per lo più esteri, potenzialmente animati da intenti speculativi e pregiudizievoli per gli interessi vitali dello Stato. Tale preoccupazione, in combinato con la tendenziale

parificazione fra impresa pubblica e privata e con le soluzioni adottate da ordinamenti esteri contigui, spiega il motivo per cui l'attuale assetto normativo in materia di *golden powers* si sia spinto sino a rendere lo Stato interlocutore privilegiato al tavolo delle trattative fra soggetti privati, anche nelle fasi preliminari delle negoziazioni, ogni qual volta un'operazione abbia ad oggetto attività economiche che paiano potenzialmente strategiche per il Paese.

A tale processo normativo di irrobustimento dei poteri speciali ha contribuito significativamente la diffusione epidemica del Covid-19 che ha ulteriormente accelerato l'ascesa dei *golden powers* dello Stato in numerosi ordinamenti nazionali, Italia inclusa, nella dichiarata convinzione che il potenziamento delle prerogative governative potesse impedire acquisti predatori di attività strategiche da parte di investitori esteri altrimenti favoriti da valori aziendali depressi a causa dell'emergenza sanitaria.

A ciò si aggiunga l'opportuna puntualizzazione che i *golden powers* si applicano nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore.

Più di recente, vengono in rilievo gli artt. 24 e ss. del D.L. 21/03/2022, n. 21 (recante misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi Ucraina), convertito con modificazioni dalla legge 20/05/2022, n. 51, che, tra l'altro, ha stabilizzato l'efficacia di talune delle previsioni di natura transitoria a suo tempo introdotte dal citato D.L. 23/2020 nel contesto della crisi pandemica (più volte prorogate, da ultimo fino al 31 dicembre 2022).

Emerge, dunque, un utilizzo diffuso – a livello internazionale – dello strumento protettivo offerto dai *golden powers* alla stregua di congegno difensivo ad efficacia reale, volto a preservare il localismo delle principali società nazionali in un momento storico in cui queste ultime risultano agevolmente scalabili da parte di investitori

stranieri.

Riecheggiano, quindi, le riflessioni pronunciate nel momento di massima espressione del capitalismo domestico, laddove già si intravedeva la natura prevalentemente “politica” dei poteri speciali, la cui mancata connessione alla titolarità azionaria evidenziava un *vulnus* all’eguaglianza giuridica degli operatori economici¹⁷.

Del resto ciò era coerente con lo schema classico delle prerogative statali, in base al quale “*dato che il sovrano ha l’incarico del fine, che è la comune pace e difesa, è inteso che abbia il potere di usare quei mezzi che penserà siano più idonei per adempierlo*”¹⁸.

4. A trent’anni dalla legge sull’accelerazione delle nostre privatizzazioni (l. n. 474/1994) c’è chi parla di “*illusioni perdute*”, denunciando una complessiva incapacità del Paese a raggiungere gli obiettivi sottesi a quell’originario programma di politica economica, che probabilmente avrebbero avuto maggiori probabilità di realizzazione qualora si fosse privilegiato il paradigma dell’impresa privatizzata a controllo misto, con i poteri di indirizzo dello Stato afferenti a una quota rilevante del capitale in mano pubblica unitamente alla partecipazione diffusa all’azionariato anche da parte del mercato (a garanzia di un soddisfacente equilibrio gestionale)¹⁹.

Come abbiamo visto in premessa, nel suo volume del 1995 Laura Ammannati aveva preconizzato quelli che poi sarebbero effettivamente divenuti alcuni fra i principali elementi di debolezza del percorso di privatizzazioni realizzatosi in Italia.

Si fa riferimento, in primo luogo, ai problemi di compatibilità fra soluzioni tecniche individuate dal legislatore domestico e principi di diritto europeo, incluso il rapporto fra interessi nazionali e libertà del Trattato, come hanno dimostrato la tormentata

¹⁷ Cfr. in luogo di molti, N.IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, spec. 130.

¹⁸ Così T.HOBBS, *Leviathan*, traduz. di G.Micheli, Milano, 2011, spec. 192.

¹⁹ Si v. P.MODIANO-M.ONADO, *Illusioni perdute*, Bologna, 2023, spec. 334 ss.

evoluzione giurisprudenziale in materia di *golden powers* – solo apparentemente sopita per effetto della crisi pandemica²⁰ – e le difficoltà che le nostre imprese a controllo pubblico ancora oggi vivono nel tentativo di operare in conformità al divieto di aiuti di Stato²¹.

Inoltre, l'equivocità di fondo di prerogative pubblicistiche mascherate da fattispecie di diritto societario evidenziata dall'A., pur essendo stata *formalmente* superata dal nuovo modello disciplinare offerto dal d.l. 21/2012 – che, nell'attribuire al Governo significativi poteri di intervento *ab externo* su qualsivoglia società strategica, li ha disancorati da "contenitori" societari (come ad es. amministratori senza voto o clausole statutarie immodificabili) – rimane endemica al sistema, poiché l'intensità e la portata dei poteri speciali sulla conduzione imprenditoriale sono di ampiezza tale da dare luogo a un modello organizzativo strutturalmente permeato dall'interesse pubblicistico a prescindere da una partecipazione statale al rischio d'impresa²².

In aggiunta, la disorganicità dell'originario processo di privatizzazioni non sembra aver trovato ordine nei reflussi successivi, considerato che anche le operazioni di *going private* più recenti si stanno avvicinando in assenza di un programma generale prefissato.

Infine, l'auspicio di affiancare alla privatizzazione un assetto di poteri pubblicistico chiaro e scevro da condizionamenti politici rimane un obiettivo ancora da conseguire pienamente. E ciò in quanto l'affastellamento normativo conseguente alla

²⁰ Si v. L.LOCCI-C.PISTOCCHI, *The State's Role in Strategic Economic Sectors*, in *LEYR*, 2022, 207 ss.

²¹ Si v. D.ROSSANO-A.M.PANCALLO-C.MARASCO, *State Aid after Two Crisis*, in *LEYR*, 2022, 236 ss.

²² Sia consentito il rinvio a A.SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in *Foreign Direct Investment Screening* a cura di G.Napolitano, Bologna, 2019, 153 ss.; adde M.RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 847 ss.; E.RIMINI, *Gli investimenti esteri diretti in Italia e dall'Italia verso Paesi terzi: è ravvisabile un percorso che possa davvero agevolare un "commercio libero ed equo"?*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1142 ss.

stratificazione di un elevato numero di disposizioni innestatesi nel tempo, da un lato, unitamente alla ampiezza dei presupposti sottesi all'interventismo pubblico, dall'altro lato, non consentono agli operatori di ponderare con sufficiente grado di certezza il rischio di un'influenza esterna sull'operatività imprenditoriale.

Da quanto precede emerge l'estrema attualità delle riflessioni a suo tempo espresse da Laura Ammannati a ridosso della legge sulle privatizzazioni del 1994, senza che l'esperienza successiva abbia potuto fornire adeguata risposta alle perplessità dell'A., che invece rimangono meritevoli di considerazione.

In conclusione, rileggendo il contributo di Laura Ammannati in materia di privatizzazioni, a circa trent'anni dalla sua pubblicazione, si ha la sensazione di trovarsi dinanzi a *perplessità confermate* piuttosto che ad *illusioni perdute*.

Andrea Sacco Ginevri

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi Roma Tre*

**LA TUTELA DELL'INTEGRITÀ DEI MERCATI E RUOLO
PROATTIVO DELLO STATO NELL'EVOLUZIONE DELLA
DISCIPLINA GOLDEN POWER: LE POSSIBILI CRITICITÀ
APPLICATIVE DEI NUOVI PROFILI OPERATIVI ***

*(The protection of market integrity and proactive role of the state in
the evolution of the golden power discipline: the possible critical
applications of the new operational profiles)*

ABSTRACT: *La nuova dimensione regolatrice, esplicitata a seguito della stagione delle c.d. privatizzazioni in Italia degli anni '90 si connota per una maggiore carica di politicità rimessa alle competenze del Governo poi tradottasi in una serie di "poteri speciali" di limitazione dell'autonomia privata e di intervento nella vita delle società, anche in assenza di una diretta partecipazione azionaria (golden share). A seguito degli interventi governativi del 2012 si conferma una nuova impostazione dei poteri speciali, come parte di un modello di controllo degli investimenti stranieri, con un'evidente modificazione di prospettiva non più limitata a mantenere un condizionamento nella gestione di aziende pubbliche cedute sul mercato, bensì orientata alla verifica degli effetti di ogni 'acquisizione rilevante' nei settori strategici e di interesse nazionale per il Paese. In considerazione del contesto appena delineato, il lavoro vuole soprattutto evidenziare i profili di criticità del nuovo quadro normativo e operativo alla luce dei più recenti decreti legge 21/2022 e 187/2022 (convertito, con modificazioni, nella legge 10/2023). In conclusione, il punto su cui riflettere è se e come sia possibile conciliare l'obiettivo di attrarre gli investimenti stranieri – promuovendo per tal via la crescita e lo sviluppo economico del Paese – con l'esigenza*

* Contributo approvato dai revisori.

di tutelare la sicurezza e gli interessi strategici nazionali così come affidata alla disciplina del golden power "rafforzato".

The new regulatory dimension, made explicit following the season of the so-called privatizations in Italy in the 1990s are characterized by a greater charge of politics placed on the competences of the Government which then translates into a series of "special powers" of limitation of private autonomy and intervention in the life of societies, even in the absence of direct shareholding (golden share). Following the government interventions of 2012, a new approach to special powers is confirmed, as part of a model of control of foreign investments, with a clear change in perspective no longer limited to maintaining conditioning in the management of public companies sold on the market, but rather oriented towards verifying the effects of every 'significant acquisition' in strategic sectors and of national interest for the country. In consideration of the context just outlined, the work aims above all to highlight the critical profiles of the new regulatory and operational framework in light of the most recent legislative decrees 21/2022 and 187/2022 (converted, with amendments, into law 10/2023). In conclusion, the point to reflect on is whether and how it is possible to reconcile the objective of attracting foreign investments - thus promoting the growth and economic development of the country - with the need to protect national security and strategic interests as well as entrusted to the discipline of "strengthened" golden power.

SOMMARIO: 1. Nota di apertura. – 2. Il contesto: tra discrezionalità dei poteri e compatibilità con le regole europee. – 3. Ambiguità e incertezze sul rafforzamento della disciplina dei poteri statali e controllo sugli investimenti esteri alla luce dei decreti legge 21/2022 e 187/2022 (conv. in legge n.10/2023). – 4. Una breve chiosa a margine dell'estensione del *golden power* al mercato dell'intermediazione finanziaria. – 5. Qualche considerazione finale.

1. L'onda lunga dei processi di privatizzazione, seguita dalla piena apertura dei mercati agli investimenti esteri e da una chiara politica di *deregulation*, ideologicamente annunciate da quella che sul finire degli anni '80 è stata definita come una nuova 'stagione neoliberista', ha dato luogo a fenomeni di riflusso proprio di recente ad esito di un percorso normativo a tappe iniziato con il ben noto decreto "golden power" (d.l. n.21/2012 convertito, con modificazioni, dalla l. n.56/2012)¹, il quale vede riemergere – nell'ottica di una vera e propria "renaissance" del capitalismo di Stato² – una crescente volontà politica di invocare, quando non ostacolare, interventi di governo o legislativi a tutela della nazionalità delle imprese ove si prospetti la possibilità, per una società estera, di poter arrivare a detenere il controllo di 'settori strategici' e di 'interesse nazionale' storicamente radicati nel territorio³.

Un percorso che segna un significativo punto di rottura rispetto al meccanismo endosocietario del "golden share"⁴ – essenzialmente volto a mantenere una forma di controllo indiretto sulle privatizzate – dando luogo a una ripresa delle politiche

¹ Tale decreto è stato oggetto di ripetuti interventi di modifica, da ultimo con il decreto legge n. 21/2022, che ne ha ulteriormente ampliato l'ambito di applicazione, e con il decreto legge n. 187/2022 nell'estendere alcune misure di politica industriale al sostegno delle imprese nei cui confronti tali poteri sono stati esercitati.

² L'incipit è di SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Dir. comm. intern.*, 2/2020, Giuffrè Lefebvre, 569-601.

³ Per un'ampia ricostruzione, anche a seguito dei ripetuti interventi di censura della Corte di Giustizia europea, si v., *amplius*, SQUARATTI, *I limiti imposti dal diritto dell'Unione europea all'intervento pubblico nell'economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale* in *Dir. comm. intern.*, 4/2014, 1073 ss.

Ancor prima, in termini esaustivi sulle misure adottate nel nostro Paese e sul rapporto tra privatizzazione delle imprese pubbliche e "poteri speciali", esercitati dallo Stato nelle società privatizzate (con particolare riferimento al meccanismo della "golden share"), non si può non fare riferimento allo scritto di AMMANNATI, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1995.

⁴ L'istituto, introdotto dalla legge n.474/1994, è stato foriero di contenziosi e di dure critiche in sede europea dato l'aperto contrasto con gli artt. 46 e 69 del TFUE, in tema di violazione della libertà di circolazione di beni servizi e capitali.

Una compiuta analisi su questi delicati argomenti è stata condotta da SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Società*, 2010, 855 ss.; SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici*, Torino, 2018.

protezionistiche europee finalizzate a realizzare un sistema di controllo pubblico degli investimenti (sia interni che esteri), apparentemente ispirato al modello adottato negli Stati Uniti⁵, ma con un evidente cambio di paradigma rispetto al passato⁶.

Motivo per cui il susseguirsi di provvedimenti legislativi sui poteri speciali dello Stato – dal d.l. 21/2022, che ne ha ulteriormente rafforzato l'ambito di applicazione, al d.l. 187/2022, di estensione di alcune misure di politica industriale a sostegno delle imprese nei cui confronti tali poteri sono esercitati – non poteva che dare voce alle esigenze poste dal mutato contesto economico e geopolitico di riferimento sull'economia e sugli investimenti in Italia a fronte delle sfide poste da una massiccia innovazione tecnologica, dalla sicurezza cibernetica, dagli effetti di una delicata crisi pandemia e, a seguire, di una guerra di aggressione in Europa.

Mette conto ricordare come l'intervento pubblico (nell'economia) sia questione legata alle richieste del mercato e alla sua strutturazione prima ancora che a scelte squisitamente politiche, mentre quella connessa ai grandi interventi riformatori coincide, quasi sempre, con momenti di crisi a loro volta generatori di

⁵ L'affermazione di procedimenti predeterminati di scrutinio, che entrano nel merito di investimenti esteri in settori dell'economia, qualificati come strategici, e che possono condurre alla loro limitazione ed interdizione, introduce sistemi di controllo affatto dissimili da quello americano, che ne è stato evidentemente il modello di ispirazione. Mette conto ricordare comunque come la genesi che ha condotto alla formazione della disciplina dei poteri speciali negli USA, è stata, fin dall'inizio, indirizzata alla difesa della sicurezza nazionale rimettendo la decisione, all'esito delle previste attività istruttorie, al potere insindacabile del Presidente.

Nello specifico, si v. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 737. In termini più generali, anche LAMANDINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla golden share al golden power*, in M. Benedettelli e M. Lamandini (diretto da), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2016, 107 ss.

⁶ Parlano di abbandono del tradizionale obiettivo del mantenimento di un'ingerenza statale a fronte della perdita del controllo societario sull'impresa strategica ormai dismessa, ANNUNZIATA, SACCO GINEVRI, SAN MAURO, *I golden powers fra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, "Voci dal diritto dell'economia", di U. Malvagna, A. Sciarrone Alibrandi (a cura), Pacini Giuridica, 2021, 433-439, facendo riferimento ad una nuova concezione che attribuisce allo Stato poteri di intervento volti ad intercettare tutte le situazioni in cui sia posto in pericolo il funzionamento di attività economiche ritenute strategiche per il Paese.

dinamiche *ricentralizzanti* dei poteri statali come da più parti rievocate dalla dottrina in argomento⁷.

Date le premesse, possono dunque ben comprendersi le ragioni per cui lo strumento del “*golden power*” – soprattutto nella parabola ascendente della crisi epidemiologica quando la risposta nazionale all'emergenza è andata ben oltre il semplice adeguamento contingente, per introdurre modalità di selezione contro possibili ingerenze di soggetti esteri – ha continuato ad essere al centro della riflessione giuridica ed economica tanto per i ricorrenti interventi normativi quanto – e di riflesso – per la peculiare natura del ruolo ritagliato allo Stato nel corso del tempo: nel presente contesto, l'ingresso nel mercato interno di investitori stranieri ha spostato i confini dell'intervento pubblico nella misura in cui oggi riserva a sé una sorta di ‘clausola di gradimento’ scrutinando la provenienza, l'affidabilità e le intenzioni di soggetti stranieri che manifestano l'interesse a investire in settori ritenuti cruciali per il Paese⁸.

⁷ Cfr., SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, in *Riv. Interd. Dir. amm. pub.*, fasc. 4/2021, 121.

In termini alquanto critici si esprime GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi dell'UE*, in *Federalismi.it*, 16/2020, il quale sottolinea come nelle situazioni di crisi socio-economiche e politiche la riemersione della centralità dello Stato abbia messo in discussione il processo di integrazione dell'Unione Europea.

Parla di ritorno a logiche di vigilanza strutturale, improntate a un monitoraggio ordinario del pubblico sul privato, anche SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia* in *Riv. Regolaz. Merc.*, fasc.1/2021, 68 ss., secondo cui «*si potrebbero aprire problematiche nuove in un mercato ormai globalizzato, finendo per trasformare le imprese strategiche in novelle società a sovranità limitata, in evidente contraddizione con principi consolidati del diritto dell'economia e dell'impresa*».

⁸ Al fine di determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza e/o sull'ordine pubblico, la disciplina del *golden power* ha previsto una serie di circostanze per cui: (i) l'investitore straniero sia controllato dal governo di un paese terzo non appartenente all'UE (anche attraverso finanziamenti significativi), oppure (ii) si sospetti la sussistenza di *legami* tra acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello ‘Stato di diritto’, (iii) non siano rispettate le norme del diritto internazionale o (iv) l'investitore abbia assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale o abbia rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti comunque collegati.

Una recente sentenza europea limita il controllo degli investimenti esteri diretti agli investimenti nell'Unione effettuati da imprese costituite o comunque organizzate conformemente alla legislazione di un paese terzo.

Un'evidente modificazione di prospettiva, non più limitata a mantenere un condizionamento nella gestione di aziende pubbliche cedute sul mercato, bensì orientata alla verifica degli effetti di ogni 'acquisizione rilevante' nei predetti settori.

Sicché il rafforzamento dei poteri speciali del Governo a tutela delle possibili vulnerabilità degli *asset* strategici costituisce, a ragione, una lente attraverso cui ripercorrere le complesse trasformazioni dello Stato nell'economia non senza suscitare tuttavia nuovi interrogativi su un possibile accentramento e riallocazione degli stessi.

Emergerà nel corso di questa trattazione una riflessione generale e di sistema sull'attuale assetto regolatorio che pur riconoscendo la compiutezza dell'intervento del legislatore in materia, delinea un quadro normativo del *golden power* ancora abbastanza complesso i cui profili operativi appaiono stretti in un intricato reticolo di norme primarie, via via stratificatesi, e norme secondarie di attuazione, più volte modificate nel tempo, che finiscono con il pesare sulla vita delle imprese sollevando inevitabilmente alcune criticità applicative per le quali, man mano che si procederà, si indicheranno possibili rimedi e opportuni spunti di analisi.

Inoltre, nel ripercorrere i propri orientamenti sulla restrizione alla libertà di stabilimento, si ricorda come una restrizione a una libertà fondamentale garantita dal Trattato UE può essere ammessa unicamente a condizione che la misura nazionale di cui trattasi sia giustificata da un motivo imperativo di interesse generale, sia idonea a garantire il raggiungimento dell'obiettivo da essa perseguito e non vada al di là di quanto necessario per ottenerlo. Tuttavia, motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale o al buon funzionamento di quest'ultima, non possono servire come giustificazione di un ostacolo a una delle libertà fondamentali garantite dai Trattati.

Diverso il caso in cui rilevino motivi di ordine economico che perseguano un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale, i quali risultano essere idonei a giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati.

Pertanto, se è pur vero che gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, resta di contro il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato UE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non possa essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. Tali motivi non possono essere inoltre distolti dalla loro propria funzione per essere utilizzati, in realtà, a fini puramente economici.

Cfr., Corte di giustizia UE, Sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22 – Pres. Rel. Prechal.

E procedendo in questa direzione bisognerà tener conto, in primo luogo, come la crisi abbia fortemente condizionato le scelte politiche mostrando le debolezze strutturali di un sistema Paese sì da affidare all'evoluzione delle strategie regolatorie e alla stagione delle norme d'emergenza – fino a poco tempo fa poco sperimentate – il compito (non sempre facile) di rappresentare una risposta alle difficoltà di prendere decisioni in condizioni di crescente incertezza economiche e di mercato. Che, in riferimento alle carenze dell'architettura della *governance* nei vecchi contesti istituzionali, si sono tradotte, con riguardo ad alcuni ambiti operativi di rilevanza strategica (si pensi al mercato finanziario e a quello dell'energia), in uno slittamento dei poteri verso il centro.

Un interrogativo da porsi, il quale legherà infine tutte le questioni poste all'interno del percorso argomentativo costituendone non solo il *fil rouge* ma anche fornendo una preziosa indicazione per la lettura del tema trattato, è come, e in quale misura, risulta possibile conciliare l'obiettivo di attrarre gli investimenti stranieri – promuovendo per tal via la crescita e lo sviluppo economico del Paese – con l'esigenza di tutelare la sicurezza e gli interessi strategici nazionali così come esplicitati dalla disciplina del *golden power*.

L'adozione di programmi di *golden power compliance* che favoriscano la diffusione di una maggiore sensibilità e attenzione da parte delle imprese operanti in settori chiave potrebbe, nell'ottica considerata, essere una strada da percorrere per una maggiore responsabilizzazione dei soggetti economici anche al fine di stimolare comportamenti aziendali ispirati a principi di 'sana, prudente e corretta gestione'.

2. Che la riforma del *golden power* sia figlia di contingenze di carattere economico lo conferma la concomitanza degli eventi che la colloca a cavallo della crisi del 2011 in Italia, da cui genera la risposta politica del Governo.

E che l'antecedente normativo, denominato *golden share*, abbia contribuito a delineare un sistema di poteri speciali è dato altrettanto certo che dà contezza del fatto che lo Stato interviene ora attraverso una formula nuova, in via diretta, sulla circolazione azionaria e sulle operazioni straordinarie poste in essere dalle imprese (quotate e non) operanti nei settori economici strategici a prescindere dalla presenza di una partecipazione pubblica attuale o pregressa.

Dopo la parentesi normativa rappresentata dal DPR n.85/2014 di prima individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni – successivamente aggiornati e superati nel 2020 – è solo con il successivo DPCM n.108/2014 e, in special modo, con l'adozione del Regolamento Ue 452/2019 (recante norme in materia di investimenti esteri diretti)⁹ che la disciplina dei poteri speciali trova un quadro preciso: si devono infatti a quest'ultimo tanto la definizione di "intervento estero diretto" quanto quella di "meccanismo di controllo", individuando, in tal modo, qualsiasi tipo di investimento – compresi quelli che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo – teso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore e

⁹ Con l'emanazione di detto Regolamento in discorso l'UE si è dotata, per la prima volta su scala comune, di un quadro di riferimento per il controllo degli investimenti esteri diretti, sul presupposto che si tratti di materia rientrante nell'ambito della politica commerciale comune, perciò di competenza esclusiva dell'Unione, a tenore dell'art. 207, par. 1, TFUE, che include espressamente gli investimenti esteri diretti tra le materie da regolamentare secondo principi uniformi.

Sugli investimenti esteri diretti, Regolamento attuato in anticipo, in Italia, dal d.l. n. 148/2017, si rinvia, senza pretesa di esaustività, a MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, settembre 2018, 699 ss.; ALVARO et al., *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, 59-65; RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, I, 2020, 847 ss.

Secondo la nozione di cui al citato Regolamento l'investimento diretto estero include determinati investimenti concernenti partecipazioni durevoli e dirette di un «investitore estero». Tale nozione comprende quella di impresa di un paese terzo, da intendersi come «un'impresa costituita o comunque organizzata conformemente alla legislazione di un paese terzo».

V. *amplius*, NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, ne *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019, 124 ss.; ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, *ibidem*, 102, ss.; AGOSTINI, *Il golden power sugli investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *FCHub*, 2020.

l'imprenditore (o l'impresa) nei cui confronti è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in ambito UE¹⁰.

Sicché il riferimento al "meccanismo di controllo", quale parte integrante di un concetto più ampio di intervento estero diretto, nell'intento di definire termini, condizioni e procedure per valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a condizioni, vietare o liquidare gli investimenti tende a preservare, attraverso prescrizioni amministrative o norme di attuazione, settori esposti a potenziali effetti sulla sicurezza (*i.e.*, la gestione dei dati a seguito dell'innovazione tecnologia) o sull'ordine pubblico tanto da attribuire al Governo poteri d'ingerenza, dovuti all'eccessivo allargamento della sfera d'intervento, tra cui la possibilità di porre un veto all'adozione di talune delibere assembleari (o consiliari) oppure l'opposizione (o l'assoggettamento a specifiche condizioni o prescrizioni) nei confronti di acquisti di partecipazioni rilevanti.

Tuttavia se il bisogno di tutela spiega, da un lato, l'ampiezza del raggio di azione operato dal legislatore, individuando ambiti d'intervento sempre più ampi nella preoccupazione di possibili comportamenti opportunistici da parte di investitori stranieri su società italiane – riprova ne è l'emanazione del c.d. "Decreto Liquidità"¹¹ di rafforzamento, seppur temporaneo, della normativa *golden power*, il cui scopo, in parte raggiunto, è stato certamente quello di 'gestire' un'emergenza (*rectius*, i possibili rischi di scalate irregolari ed improvvise in settori chiave per il Paese) senza però rappresentarne una garanzia costituzionale – dall'altro, i poteri speciali del *golden power* rischiano di prestarsi, soprattutto in un contesto applicativo

¹⁰ Una lucida analisi è stata condotta da CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. Napolitano (a cura di), *Direct Foreign Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, il Mulino, 2020, 115 ss.

¹¹ Cfr., d. l. n. 23/2020 rubricante «*Modifiche all'articolo 4-bis, comma 3, del decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105, convertito con modificazioni dalla legge 18 novembre 2019, n. 1331*». Per la letteratura in argomento, v. VASQUES, *Golden power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 1/20, 124 ss.; GARDA, *Il Decreto Liquidità rafforza il Golden Power*, consultabile su <https://www.altalex.com/documents/news/2020/04/27/decreto-liquidita-rafforza-golden-power>.

caratterizzato da forte discrezionalità amministrativa come quello attuale (si pensi all'uso sempre più ampio dei DPCM), ad un utilizzo "one size fits all"¹², inevitabilmente deputato a mostrare elementi di fragilità strutturale anche in termini di compatibilità con le regole imposte a livello europeo¹³.

E ciò sembra trovare conferma nel fatto che dall'iniziale controllo sugli investimenti diretti esteri si è passati a perseguire finalità sempre più articolate riguardanti la tutela di tecnologie critiche e know-how industriale; la prevenzione di minacce cibernetiche; il contrasto al "trasferimento" extraterritoriale di dati sensibili, le istanze di difesa dei livelli occupazionali fino a ricomprendere il settore finanziario¹⁴. Tutte attività queste soggette ora ad un obbligo di notifica che travalica i limitati ambiti settoriali individuati dal citato Regolamento per estendere, per la prima volta, il raggio d'azione anche alle infrastrutture dei mercati finanziari, incluse quelle creditizie e assicurative, andando ad incidere sia sulle relative dinamiche aziendali e proprietarie che sugli equilibri di sistema¹⁵.

Sul punto sarà opportuno ritornare nel prosieguo, sia pur brevemente, in ragione delle possibili implicazioni di un esercizio congiunto degli organi di vigilanza con l'organismo statale avente riguardo agli assetti di controllo delle imprese d'intermediazione.

Non v'è dubbio allora che l'ampliamento progressivo della sfera operativa abbia creato incertezza nello stabilire quando sorgono gli obblighi di notifica (da parte

¹² La preoccupazione che lo strumento normativo, piegato a finalità anche molto diverse tra loro, possa allontanarsi dai suoi principi ispiratori originari e divenire un'arma a doppio taglio, è stata espressa da SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, op. ult. cit., 114 ss.

¹³ Così, SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al "golden power"*, in *Dir. pubbl.* n.1/20, 405 ss., nel mostrare perplessità in ordine all'eccessivo allargamento del perimetro di intervento.

¹⁴ Dell'ampliamento della sfera operativa si ha riscontro nel novero del succitato decreto presidenziale, in specie all'art.8.

¹⁵ Si rinvia, ancora una volta, al "Decreto Liquidità" già richiamato.

Un tale ampliamento dei poteri speciali, in ambito finanziario, trova spazio in un percorso normativo iniziato con il d.l. n.148/2017, proseguito con d.l. n.23/2020 e, a seguire, con il DPCM n.179/2020.

degli investitori), anche ai fini dell'applicazione di sanzioni rilevanti in caso di violazione, e quando l'eventuale inadempimento venga compensato dalla previsione dell'attivazione di un potere d'ufficio da parte del Governo.

E' appena il caso di ricordare come l'art. 16 del Reg. 2019/452/UE abbia apportato modifiche al decreto *golden power*, inserendo, opportunamente, la possibilità di attivare d'ufficio il procedimento di selezione degli investimenti «*nei casi di violazione degli obblighi di notifica [...], anche in assenza della notifica*» allo scopo di incidere stabilmente sui processi di selezione, dettate dalla necessità di integrare aspetti regolatori che avevano mostrato difficoltà applicative con l'entrata in vigore del decreto.

La questione, posta in questi termini, non è di poco conto in quanto si apre a tutta una serie di considerazioni centrali e a possibili ricadute sotto diversi profili.

Ora, al di là del fatto che l'esercizio pratico del potere di cui si parla si sia dimostrato spesso inconsistente – vuoi perché non esercitato sia pure nelle forme più blande di assenso con prescrizioni, vuoi anche per gli effetti dilatori sulla realizzazione delle operazioni che discendono dall'apertura dell'istruttoria (per l'esercizio dei poteri speciali) – quel che concretamente sembra limitare gli effetti del *golden power* italiano, e che in qualche modo rappresenta il tratto più problematico rispetto alle norme europee (artt. 49 e 56 TFUE), è la genericità delle formule adottate o, per meglio dire, il ricorso a concetti elastici sia per definirne l'ambito di applicazione, sia per stabilirne i presupposti e i contenuti concreti, in presenza dei quali trova possibile giustificazione il ricorso all'intervento pubblico¹⁶. Si creano così i presupposti per un ampio esercizio di poteri autonomi, da parte del Governo, quale risposta al carattere “non tipizzato” delle condizioni sottese al compimento di un'operazione ritenuta di “rilevanza strategica”, dando luogo a dinamiche organizzative della procedura di

¹⁶ Si è di fronte ad un ampio ventaglio di situazioni (: minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e sicurezza nazionale; situazione eccezionale di grave pregiudizio pubblico della sicurezza delle reti e degli approvvigionamenti, pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico) che varia, tuttavia, a seconda dei settori individuati dalla norma.

controllo caratterizzate da un forte apprezzamento discrezionale in ragione della natura degli interessi tutelati.

Circostanza che rende pressoché impossibile, proprio in presenza di situazioni assai variegata, definire casistiche precise ed esaustive a detrimento di quel *principio di legalità*, spesso richiamato dalla giurisprudenza¹⁷, con conseguente sacrificio delle aspettative di certezza del diritto per gli operatori di mercato.

E' appena il caso di dire che quanto affermato potrebbe trovare, sul piano delle definizioni, agevole soluzione, come del resto da più parti sostenuto, sia mediante elaborazione di una 'tassonomia' dei presupposti degli obblighi di notifica – sulla base della prassi applicativa già consolidatasi – sia definendo linee guida per orientare le imprese nell'interpretazione della normativa, senza bisogno di porre mano ad ulteriori interventi del legislatore¹⁸.

Resta tuttavia più delicato l'elemento di criticità legato alla scarsa prevedibilità della tipologia di condizioni e di prescrizioni “non tipizzate”, a livello normativo, imposte alle imprese a seguito della notifica di acquisizioni o operazioni societarie. Il che porterebbe a ritenere che l'aumento della prevedibilità delle decisioni, in merito all'esercizio dei poteri speciali e dei contenuti delle possibili prescrizioni e condizioni, costituisce un valido aiuto per le imprese nella costruzione delle operazioni e nell'adozione di sistemi di *governance* adeguati, in modo da consentire loro – in un

¹⁷ Si v., di recente, l'ormai nota pronuncia del *TAR Lazio-Roma, Sez. I, 13 aprile 2022, n. 4486*, confermata di recente da *Consiglio di Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289*, attraverso la quale si è optato per un (sorprendente) allentamento delle maglie del *principio di legalità*, sacrificando un suo rigido ancoraggio a predeterminazioni puntuali e tassative dei settori strategici in cui può trovare applicazione la disciplina *golden power*, a favore di un'espansione della discrezionalità amministrativa.

Per la letteratura in argomento si rinvia, *ex multis*, a PACCIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Gior. Dir. amm.* 5/2022, 659 ss.

¹⁸ In questo contesto si inserisce la suddetta sentenza del TAR Lazio n. 4488/2022 la quale fa chiarezza sulla natura dei poteri speciali in questione, sul procedimento applicativo e sul conseguente sindacato giurisdizionale. Trattasi della controversia riguardo all'esercizio del *golden power* nella forma più intrusiva del veto assoluto. Il Governo infatti blocca l'acquisizione delle società italiane del gruppo Verisem da parte di Syngenta Crop Protection AG, azienda svizzera leader di settore a livello mondiale, controllata da ChemChina, multinazionale pubblica cinese che opera in diversi settori economici (immobiliare, petrolchimico, agrochimico, sementi, etc.).

rinnovato contesto di maggior certezza nella negoziazione e strutturazione di delicate operazioni societarie – di adottare scelte più compatibili con il quadro regolamentare europeo.

3. Ecco che allora la progressiva estensione delle attività e dei beni di interesse strategico, oggetto di scrutinio da parte del Governo, dovrebbe soggiacere a una costante valutazione applicativa tanto in riferimento agli effetti complessivi sull'economia e sugli investimenti esteri dell'attuale disciplina quanto alla pertinenza di tale controllo sull'attività economica delle imprese rispetto alle finalità proprie e ormai multiformi della disciplina *golden power*.

Posto in questi termini, l'argomento sembra richiamare riflessioni in precedenza espresse circa le implicazioni del meccanismo di controllo statale sugli investimenti e su determinate operazioni straordinarie relative a società considerate strategiche nella misura in cui politiche eccessivamente protezionistiche risulterebbero inconciliabili con i principi fondamentali di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, previste dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che già al tempo del *golden share* erano state foriere di contestazioni e di dure critiche in sede comunitaria¹⁹.

Inevitabilmente una tale estensione pone, sul piano delle concretezze, almeno due questioni. La prima, appena sottolineata, riguardante la compatibilità delle misure emergenziali²⁰ con le regole europee, benché mosse prevalentemente sulla

¹⁹ La questione è stata a suo tempo trattata da FRENI, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*, in *Giorn. dir. amm.*, 2001, 1145 ss.; COLANGELO, *Regole comunitarie e golden share italiana*, in *Merc. conc. reg.*, 2009, 3, 595 ss.; SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società*, 2010, 7, 855 ss. , SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07*, in *Conc. e mercato*, 2010, 409 e ss.

²⁰ Il panorama normativo è piuttosto ampio a partire dal d.l. n. 23/2020 (c.d. decreto "Liquidità"), recante «*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*», convertito in l. n. 40/2020; d.l. n. 21/2022 (decreto c.d. "Ucraina") «*Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*»,

scia delle linee guida elaborate dalla Commissione²¹. C'è da chiedersi allora se l'attuale impianto italiano – mediante il quale il legislatore ha esteso, al ricorrere di determinate circostanze, il campo di applicazione ad ulteriori settori strategici (ex art. 4 Reg. IDE) – nell'intento di porre un argine quanto mai necessario contro eventuali acquisizioni di posizioni di controllo nelle società italiane a impatto strategico, non voglia piuttosto condizionare, o addirittura vietare, l'investimento estero ancorché attraverso azioni volte ad impedire scalate ostili nei confronti dei diversi "campioni nazionali" operanti nei settori strategici dell'economia.

Sul punto, è d'uopo ancora ricordare come la disciplina emergenziale, nel produrre un ampliamento delle prerogative riconosciute allo Stato rispetto al passato, abbia reso oltremodo difficile per l'operatore economico straniero, conoscere *a priori* – ovvero al momento dell'acquisto – se, e in quale misura, le acquisizioni di partecipazioni in imprese italiane debbano sottostare ai vincoli della normativa del *golden power* ed essere sottoposte alla valutazione della Presidenza del Consiglio dei Ministri²².

Un'ingerenza che, a tutti gli effetti, riconferma quel meccanismo, nei fatti permanente, d'intervento statale nell'economia a tutela dei settori strategici che la disciplina emergenziale ha finito con il rendere più stringente acuendo la percezione di uno Stato erogatore di servizi a carattere sociale, con una marcata attrazione adesso verso i settori tecnologici e innovativi²³.

convertito in l. n. 51/2022; d.l. n. 50/2022 (decreto c.d. "Aiuti") «*Misure urgenti in materia di politiche energetiche nazionali, produttività delle imprese e attrazione degli investimenti, nonché in materia di politiche sociali e di crisi ucraina*», convertito in l. n. 91/2022.

²¹ Cfr., Comunicazione UE 2020/C99I/01.

²² Per un'ampia disamina v. ROSSANO, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in D. Rossano (a cura di), "Covid-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive", Bari, 2020, 67 ss.; CLARICH, MARRA, *Golden Power: il Giudice conferma il potere dello Stato*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, aprile 2022.

²³ Come precisato da SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in RTDE 1/2019, 171 ss., il ritorno dello Stato si esprime su un terreno pubblicistico e non più sul campo dei rapporti societari. Per l'autore «[...] Ciò segna il compimento di una ventennale transizione dal periodo dello Stato imprenditore – in cui alcuni istituti peculiari del fenomeno

Per dirla con Sandulli «una sorta di longa manus dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali»²⁴.

La seconda questione – alla prima intimamente connessa – in termini di incentivazione/ disincentivazione degli investimenti stranieri.

Non va dimenticato che la regolazione d'emergenza è stata in grado di pregiudicare iniezioni di capitali stranieri i quali avrebbero potuto, di contro, rivelarsi di grande utilità proprio per uscire dalla crisi economica da cui il Paese è stato attraversato ben prima del diffondersi della pandemia del 2020-2021.

Un rischio che successivamente è sembrato riflettersi, a livello di legislazione nazionale, nel d.l. n.21/2022 (recante misure urgenti per affrontare gli effetti economici e umanitari della crisi Ucraina) – il quale, a sua volta, ha anticipato l'orientamento della Commissione esplicitato nell'ultima Comunicazione²⁵ – sul presupposto che l'attuale disciplina sui poteri speciali è interpretata come uno strumento pubblico dirigistico dei mercati: uno strumento per decidere chi debba essere il proprietario di determinati *asset* oltrepassando il limite della mera verifica

societario subivano distorsioni fisionomiche e funzionali a servizio di obiettivi e interessi extrasociali – a un nuovo periodo in cui l'impresa che opera in settori strategici rimane pur sempre affare fra soci, che tuttavia cede sovranità decisionale ad uno Stato “supervisore” ogni qual volta l'evoluzione dell'attività e degli assetti possa pregiudicare interessi di rango superiore».

²⁴ Cfr., SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, 2022, 752 ss.

²⁵ La crisi segnata dal conflitto russo-ucraino ha portato ad una nuova attenzione da parte della Commissione europea sui meccanismi di controllo degli investimenti. Con Comunicazione del 6 aprile 2022, la Commissione ha infatti invitato gli Stati a fare il più ampio uso possibile di tali meccanismi in caso d'investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, con un particolare riferimento agli investimenti di portafoglio che potrebbero nondimeno avere un rilievo in termini di ordine pubblico e sicurezza (“Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni” (2022/C 151 I/01).

In quest'ottica, l'estensione a regime dell'ambito di applicazione della disciplina *golden power* a operazioni intra UE può evitare elusioni e consentire una maggiore e utile conoscenza di ciò che accade nei mercati.

circa la compatibilità di una data operazione con gli interessi nazionali con l'inevitabile risultato di allontanare gli investimenti stranieri, in un Paese, come il nostro, sempre più a corto di capitali nazionali e complessivamente poco *internazionalizzato* a confronto delle altre maggiori economie europee.

Siffatta lettura appare coerente con la preoccupazione che la politicità delle scelte cui il Governo è chiamato ad effettuare nel ricorso allo strumento d'intervento (nel valutare la strategicità di un settore o di un'attività) non sia frutto di considerazioni obiettive, rigorose e di lungo periodo, ma tradisca un momentaneo interesse a presidiare determinati comparti economici.

In questo modo, però, un meccanismo 'straordinario', quale quello del *golden power*, verrebbe a perdere sempre più il carattere di eccezionalità, per diventare uno strumento in dotazione allo Stato interessato a indirizzare – quando non proprio a controllare – l'attività delle più importanti società. O, diversamente argomentando, uno strumento che sembra subire una chiara torsione verso una maggiore incisività e intromissione nell'iniziativa economica privata indugiano ad un rispetto solo nominalistico dei principi costituzionalmente protetti all'art.41 della Costituzione.

In questa prospettiva, si colloca anche il tema degli effetti dell'assoggettamento dell'impresa alla disciplina del *golden power* sulle condizioni di rischio dell'investimento azionario, nella misura in cui l'esercizio dei poteri speciali, anche solo sotto forma di condizioni prescrittive, può impattare direttamente sull'organizzazione e la gestione della società limitandone l'autonomia privata e le opzioni di valorizzazione e crescita.

Fra le possibili misure di rimedio, il d.l. n.187/2022²⁶, di recente convertito²⁷, il quale in ragione della necessità e urgenza di adottare strumenti di politica industriale

²⁶ Decreto Legge n.187 del 5 dicembre 2022 recante misure urgenti, tra cui l'esercizio dei *golden power*, a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici dell'energia.

Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 284 del 5 dicembre 2022.

Il decreto consente alle imprese di accedere in maniera prioritaria al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa. Si tratta dello strumento istituito dall'art.

con l'obiettivo di assicurare, anche in via preventiva, la «*continuità produttiva*» di imprese – che gestiscono, a qualunque titolo, impianti e infrastrutture di rilevanza strategica nel settore della raffinazione del petrolio – *facoltizza* il Ministero delle imprese e del made in Italy ad accertare la fondatezza dei presupposti per l'accesso a misure di sostegno della capitalizzazione dell'impresa, su istanza della notificante la quale, nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali, è ammessa a formulare l'istanza per l'*accesso prioritario* agli strumenti dei contratti di sviluppo e degli accordi per l'innovazione.

La conversione in legge prevede inoltre che, ai fini dell'accesso con priorità al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa, si deve tener conto parimenti delle segnalazioni degli enti territoriali ai fini del mantenimento della continuità operativa e dei livelli occupazionali nel loro territorio²⁸.

All'evoluzione in analisi va contrapposto, tuttavia, il carattere meramente parziale della risposta governativa, contenuta nel decreto in questione, se non anche la difficoltà di una sua attivazione concreta.

43 del d.l. 34/2020 e destinato alla ristrutturazione di imprese titolari di marchi storici di interesse nazionale iscritte nel relativo registro, e delle società di capitali, aventi un numero di dipendenti non inferiore a 250, che si trovino in uno stato di difficoltà economico-finanziaria.

²⁷ Legge n.10 dell'1 febbraio 2023 pubblicata in G.U. n. 28 del 3 febbraio 2023 recante misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici.

Cfr., MINTO, *Settori produttivi strategici: le misure urgenti del Governo convertite in Legge*, in *Rivista Diritto bancario*, consultabile su <https://www.dirittobancario.it/art/settori-produttivi-strategici-le-misure-urgenti-del-governo-convertite-in-legge-2023>.

²⁸ In part., art.2 «*Misure economiche connesse all'esercizio del golden power*» della l. n.10/2023, *cit.* Secondo quanto recita il co. 2 «*Il Ministero delle imprese e del made in Italy, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze, sempre su istanza dell'impresa notificante, può, altresì, chiedere di valutare con priorità la sussistenza dei presupposti per l'accesso agli interventi erogati dal patrimonio destinato, costituito ai sensi dell'articolo 27, comma 1, del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77*».

La legge prevede, infine, una serie di misure volte a tutelare gli interessi nazionali nel settore delle comunicazioni, con particolare riferimento alle infrastrutture di rete in fibra ottica.

L'*accesso prioritario*²⁹ ai presidi individuati dalla norma non prevede alcun automatismo lasciando peraltro che erogazione, finalità, condizioni e requisiti (di accesso) siano disciplinati in modo articolato e specifico in altre disposizioni normative non modificate dal presente provvedimento, con evidente frammentazione della disciplina in oggetto nonostante la legge di conversione faccia chiaro riferimento alla definizione, in tempi brevissimi, di criteri generali per l'effettuazione delle valutazioni, nonché dei termini e delle modalità procedurali per l'ammissione alle misure di sostegno.

Potrebbe dunque verificarsi la concreta possibilità che l'impresa sottoposta ai poteri speciali, vedendosi bloccata un'operazione societaria (e qui sembra ragionevole ritenere che la norma si applichi sia nel caso di veto al compimento di un'operazione che in quello di opposizione all'acquisto di partecipazioni, ma nondimeno all'ipotesi di imposizione di condizioni o prescrizioni qualora esse siano di ostacolo alla realizzazione dell'operazione in quanto ipoteticamente inducono l'investitore a desistere dal proprio investimento) non possa accedere sul presupposto di non rispettare i criteri di applicazione soggettiva e oggettiva stabiliti per ognuno degli strumenti di sostegno che l'impresa stessa potrebbe essere interessata ad attivare.

4. L'ipotesi di possibile rischio dell'investimento azionario riapre la parentesi, prima appena accennata, circa l'esigenza, soprattutto per l'economia italiana gravemente colpita, di salvaguardare attraverso il rafforzamento dei poteri dello Stato anche gli operatori bancari, assicurativi e finanziari domestici.

²⁹ L'accesso prioritario a queste misure di sostegno dev'essere richiesto con apposita istanza dalle imprese nei cui confronti siano stati esercitati i poteri speciali. L'art. 2 del d.l. 187/2022 prevede che esso sia comunque subordinato al possesso dei requisiti per accedere a tali strumenti. Nel caso dei contratti di sviluppo e degli accordi per l'innovazione si prevede che l'istanza dev'essere presentata entro due anni dall'esercizio dei poteri speciali.

Del resto, l'idea che il *golden power* si applichi nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore, soprattutto in un segmento delicato di mercato come quello finanziario, è un convincimento ampiamente condiviso in dottrina che prelude al necessario coordinamento tra autorità di controllo per il raggiungimento di accordi tra le diverse istituzioni coinvolte.

Pertanto l'acuirsi delle ragioni di un inevitabile contemperamento di poteri trova radici, ancora una volta, a seguito della crisi sanitaria fortemente caratterizzata dalla volatilità dei mercati, la quale ha enfatizzato l'esigenza di un potenziamento del ruolo dello Stato in economia a supporto della ripresa imprenditoriale, anche se, il ritorno a logiche di vigilanza strutturale è sembrato, da più parti, prestare il fianco a rinnovate questioni in un contesto oramai globalizzato di mercato³⁰.

Il percorso normativo, costellato anch'esso da una frammentarietà e obsolescenza delle fonti, si staglia lungo due importanti direttrici che essenzialmente ne costituiscono il perimetro di riferimento: l'una, quella ad opera del d.l. n.148/2017, la quale inserisce il concetto di *'infrastrutture finanziarie'* nell'alveo operativo del *golden power* sugli investimenti esteri diretti; l'altra, contenuta nel d.l. n.23/2020 di estensione anche agli operatori bancari, assicurativi e finanziari *tout court* – cui segue a stretto giro il DPCM 179/2020³¹ – enfatizzata anche dal rischio di possibili comportamenti opportunistici da parte degli investitori stranieri. Entrambi i provvedimenti ridisegnano una nuova regolazione dei mercati finanziari in cui

³⁰ Su questi aspetti, cfr., CAPRIGLIONE, SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019.

³¹ Una delimitazione più puntuale del perimetro degli *asset* strategici nel settore finanziario si deve al successivo DPCM n. 179/2020 16, che all'art. 8 rubricato «*Beni e rapporti nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, e delle infrastrutture dei mercati finanziari*» individua le “infrastrutture critiche” e le “tecnologie critiche” assoggettate ai poteri speciali in siffatto ambito.

trovano spazio processi autorizzativi degli organi di vigilanza settoriali e di scrutinio rimessi alle autorità governative³².

La *ratio* di una siffatta convivenza, nell'affidare un ruolo più incisivo ai pubblici poteri nel monitoraggio delle operazioni di acquisizione e accorpamento degli *asset* strategici nei settori bancario e assicurativo, riconduce a quel principio di tutela della sicurezza e degli interessi nazionali, più volte richiamati, sul presupposto che nell'attuale contesto globale il perseguimento di detti principi debba misurarsi anche sul terreno economico-finanziario, oltre che giuridico, per contrastare il pericolo che acquisizioni, da parte di potenziali scalatori stranieri, possano spingere verso un'eccessiva parcellizzazione tanto del tessuto produttivo (accentuando la dipendenza dal settore bancario delle imprese nazionali) quanto dell'alta specializzazione industriale delle imprese nostrane in molti casi riconducibili, più o meno indirettamente, a Stati sovrani che perseguono interessi di altra natura³³.

Motivo per cui si reputa accoglibile l'opinione di quanti ritengono che un approccio propulsivo della politica in ambito finanziario, volto a irrobustire la regia pubblica anche nei settori del credito e delle assicurazioni, trovi un opportuno bilanciamento nel supportare, attraverso meccanismi di protezione, l'eccessiva polverizzazione dell'azionariato di numerosi operatori finanziari dovuta a una serie di fattori fra cui la perdita di redditività del *business* creditizio tradizionale, l'eccesso di patrimonializzazione richiesta agli intermediari finanziari e le trasformazioni subite

³² Così, SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, *op.cit.*, 58.

³³ Sul punto ancora, in particolare, SACCO GINEVRI, *Società, golden power verso un modello più europeo*, in NT plusfisco del 5 ottobre 2019 «*Per assicurare tale equilibrio, le barriere all'ingresso dovrebbero tener conto dei vincoli che gli operatori domestici incontrano in uscita secondo la tradizionale regola della reciprocità, inoltre gli acquirenti stranieri dovrebbero agire secondo logiche prettamente imprenditoriali e dunque in leale e trasparente concorrenza con gli altri operatori e non al servizio di forze politiche o in rappresentanza di interessi pubblici stranieri*».

Per un'analisi dell'impatto prodotto dalle crisi sui poteri speciali dello Stato, si v. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, *op.cit.*, 121 ss.

dai modelli bancari di stampo cooperativo, tutti fattori questi che hanno dato luogo a fenomeni di scalate in tempi emergenziali³⁴.

A ragione di ciò, il *golden power* estende anche agli intermediari finanziari una serie di azioni di veto (o di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni) e di opposizione in ipotesi di acquisti di partecipazioni di controllo (ex artt. 2359 c.c. e 93 TUF) e acquisti di partecipazioni, nei limiti indicati, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea.

Ancora una volta, quel che emerge è un quadro normativo del *golden power* lacunoso e disomogeneo in cui prevale un certo grado di indeterminatezza e imprevedibilità nel valutare quali imprese e relativi *asset* debbono essere assoggettati ai poteri speciali, quali le condizioni e prescrizioni governative vanno potenzialmente applicabili e quali le fattispecie idonee a modificare titolarità, controllo, disponibilità o destinazione degli attivi strategici.

Medesima preoccupazione si affaccia anche con riguardo alla definizione di un ambito di applicazione certo della disciplina qualora, a insindacabile giudizio del Governo, fra le attività direttamente o indirettamente riferibili a imprese finanziarie rientrino fattispecie rilevanti anche ai fini della difesa e sicurezza nazionale. Dal che si passerebbe dal semplice assoggettamento ex art. 2 d.l. n. 21/2012 (soggetti operanti nei settori strategici) alla ricomprensione nel più stringente ambito di cui all'art. 1 dello stesso decreto.

C'è infine da constatare come parte dei problemi pratici, sottesi alla contemporanea presenza di strumenti di scrutinio politico (FDI) e di vigilanza tecnica in ambito finanziario, vengano generati dall'indeterminatezza delle condizioni e dei comportamenti da adottare da parte dell'operatore finanziario in un'ottica di

³⁴ Per l'approfondimento di tali temi si rinvia a SACCO GINEVRI, *Le banche italiane verso l'azionariato diffuso: profili organizzativi e di mercato*, in *RTDE*, 2017, 161 ss.

protezione degli interessi pubblici «*non perfettamente coincidenti con quelli protetti, in ambito settoriale, dalla regolamentazione bancaria e assicurativa*»³⁵.

5. La cornice ordinatoria dell'azione legislativa interna in tema di *golden power* è stata attraversata nel corso degli ultimi decenni da sempre più massicci interventi normativi che hanno rimesso in discussione l'importante equilibrio tra libertà di iniziativa economica e tutela di alcuni rilevanti interessi nazionali che il modello del *golden power* aveva nel passato con fatica conquistato.

Le criticità applicative dei nuovi strumenti operativi, come dimostrato nel corso di questa disamina, hanno messo in risalto ambiguità e incertezze in merito soprattutto al continuo ampliamento della categoria delle *strategicità* delle imprese.

L'impressione che se ne ricava, a primo acchito, è che la valutazione di un settore o di un'attività sia, con il passare del tempo, divenuto piuttosto espressione della volontà del Governo a presidiare un determinato comparto economico: questo spiega le ragioni sottese all'introduzione nell'ambito di *golden power* delle attività finanziarie in un momento di necessario supporto e di ripresa dell'imprenditoria italiana a seguito della pandemia così come, di recente, della tecnologia 5G – completamente riscritta dal d.l. 21/2022, che ne mantiene impianto e struttura del precedente decreto del 2019, pur estendendone comunque l'ambito di applicazione³⁶

³⁵ Ancora, SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia, op.cit.*, 66, il quale parla inoltre dell'assoggettabilità delle imprese finanziarie a un percorso istruttorio – seppur semplificato – persino le *operazioni infragruppo*, nelle quali, evidentemente, gli assetti di controllo sugli attivi strategici non sono fisiologicamente esposti a modifiche rilevanti. Tale previsione, secondo l'autore, apre il campo a riflessioni in merito agli obiettivi realmente perseguiti dal legislatore con le disposizioni in materia di *golden power*, atteso che queste ultime, per certi versi, possono assicurare alla pubblica amministrazione poteri di monitoraggio sull'operatività ordinaria di impresa e non solo sugli investimenti esteri diretti.

³⁶ Il co. 1 del d.l. n.21/2022 prevede la possibilità di includere nell'ambito di applicazione della disciplina *golden power* anche altri beni, servizi, rapporti, attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica, inclusi quelli relativi alla tecnologia *cloud*, che devono essere però individuati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Ad oggi non risultano adottati decreti in tal senso.

– per rispondere alle più moderne esigenze di sicurezza delle reti e dei dati che vi transitano al loro interno.

Cosicché all'ampliamento dei settori ha fatto da contraltare un esercizio dei poteri speciali del tutto svincolato da accadimenti straordinari, che ne hanno fino ad adesso connotato il carattere di 'eccezionalità' dell'intervento stesso, per legarsi a vicende ordinarie con conseguente rischio di ritenere di competenza dell'Esecutivo *pro tempore* (a prescindere dal suo colore politico) il ricorso frequente all'apprezzamento discrezionale – anche in ipotesi estreme di contratti o accordi aventi ad oggetto l'acquisto di beni o servizi relativi alla manutenzione e gestione di beni nei confronti di qualsiasi settore o di qualsiasi impresa – ponendo un evidente freno a possibili forme d'investimento straniero in Italia.

Un problema che spesso sfugge all'analisi in merito all'impatto dell'ingerenza governativa sul sistema Paese è altresì legato ai costi: a quelli imposti dai singoli obblighi informativi sulle parti impegnate nelle compravendite, infatti, si aggiungono i rischi connessi ai tempi di risposta del Governo, per il ricorso ai poteri speciali, e alla possibilità di un reclamo giurisdizionale al TAR, nel caso in cui la decisione dell'Esecutivo sia opposta dalle imprese.

Ora, riprendendo la considerazione sopraesposta, laddove l'esercizio del *golden power* sia un evento "straordinario" per le imprese – ovvero in riferimento solo a determinati settori o perché connesso a eventi infrequenti, quale il mutamento, ad esempio, degli assetti proprietari – tali costi possono essere ragionevolmente sopportati; tuttavia essi si traducono in un ostacolo sulla via della crescita economica ove, non essendo più giustificati dalla tutela di interessi superiori, diventano una costante "ordinaria" legata al possesso di singoli *asset* o ad

accadimenti di ricorrente frequenza (si pensi, in questo caso, alle attività concernenti la manutenzione delle reti)³⁷.

Volendo affrontare, sia pur schematicamente, dette questioni da più angolazioni si deve tuttavia partire da una premessa di tipo metodologico. L'azionista che sceglie di investire in una società svolgente un'attività considerata strategica dev'essere consapevole della possibilità che il suo interesse sia sacrificato a fronte della necessità di tutelare un interesse strategico più alto. Ciò spiega subito perché i poteri speciali dello Stato non andrebbero stigmatizzati ma previamente individuati e definiti: un quadro normativo chiaro – a tutela delle istanze di certezza e trasparenza – dovrebbe considerarsi imprescindibile affinché gli investitori possano conoscere *ex ante* le implicazioni del loro investimento.

Oggi tuttavia rimane la sensazione che il *golden power*, come da ultimo delineato, nell'abbandonare i settori tradizionali di applicazione, si estenda a settori tanto ampi da trasformarsi in una sorta di boomerang per le società quotate dal momento che l'investimento incontra una serie eccessiva di limitazioni e di controlli, generando incertezza³⁸.

Seguendo questa linea di pensiero un ulteriore richiamo non può che attenersi all'interesse nazionale', per secoli concepito in modo statico a salvaguardia delle prerogative del singolo Stato ma che adesso si presta ad essere reinterpretato dinamicamente come capacità dei singoli Paesi di sviluppare la propria competitività a livello globale.

³⁷ Queste considerazioni trovano un adeguato approfondimento nello studio condotto da PORTONERA, *Golden Power, 5 G e cybersicurezza. «non è tutto oro quel che luccica»*, in IBL Briefing Paper del 24 ottobre 2019, 180 ss. Si v., inoltre, GAROFALO, *Decreto-legge cybersecurity. In Aula il testo che estende il Golden Power al 5G*, in *Key4Biz.it*, 23/10/2019, consultabile alla pagina <http://tiny.cc/gp12ez>.

³⁸ Cfr., BARBARESCO, MATARAZZO, RESCINITI, *Le medie imprese acquisite dall'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?*, Milano, 2018; ancora DE SANTIS, *Sicuri che lo scudo anti-acquisizioni convenga sempre?*, reperibile on line in *Fchub*, 27 aprile 2020.

In un siffatto contesto, la difesa dell'interesse nazionale dovrebbe veicolare il mercato – e non ad esso contrapporsi – verso il suo corretto funzionamento per renderlo appetibile a chi investe recuperando credibilità e competitività e scongiurando possibili ingerenze di soggetti esteri in molti casi riconducibili, più o meno indirettamente, a Stati sovrani³⁹.

In altre parole dovrebbe prevalere la necessità di reinterpretare detto interesse nazionale come parte del più ampio interesse europeo, così da non arretrare l'azione interventistica dello Stato alla mera fase di difesa rispetto a scalate straniere ostili ma, diversamente, da convogliarlo verso la promozione e tutela delle imprese nazionali nella loro affermazione su scala globale.

Ma vieppiù, una maggiore sensibilità e attenzione da parte delle imprese operanti in settori chiave, come si accennava poc'anzi, potrebbe nell'ottica considerata essere una strada da percorrere parallelamente per una maggiore *responsabilizzazione* dei soggetti economici anche al fine di stimolare comportamenti aziendali ispirati a principi di 'sana, prudente e corretta gestione' cui andrebbero affiancate riforme strutturali, tra cui la digitalizzazione e modernizzazione della pubblica amministrazione, l'innovazione organizzativa del sistema giudiziario, il rafforzamento delle filiere produttive, la transizione 4.0 e la *cybersecurity*, la rivoluzione verde, l'investimento informazione e ricerca, in cui coinvolgere attivamente operatori dei settori strategici.

³⁹ La questione si è posta a seguito di una serie di acquisizioni di importanti imprese europee capitanate da investitori esteri, aventi forti legami con i propri governi nazionali: il rischio, in ultima istanza, è stato che tali investimenti avrebbero potuto compromettere la sicurezza e l'ordine pubblico dell'Unione o dei suoi Stati membri per finalità meramente predatorie.

Affrontata il tema CARBONE, "Golden share" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Dir.Comm.int.*, 2009, 503. Ad argomentazioni analoghe giungono inoltre COMINO, *Golden power per dimenticare la golden share. Le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Riv.it.dir.pubbl.comun.*, 2014, 1019 ss.; MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i golden powers rafforzati in tempo di pandemia*, in *Rivista Diritto bancario*, luglio 2020.

Sicché è proprio sul piano degli incentivi a rimanere entro i confini nazionali, e a sostenere l'ecosistema di appartenenza, che il legislatore dovrebbe intervenire.

In questo, il ruolo delle istituzioni finanziarie al centro della progettualità, pubblica e privata, incoraggerebbe l'italianità delle maggiori banche e imprese di assicurazione, nella misura in cui le legherebbe maggiormente all'economia territoriale – con pieno allineamento degli interessi in gioco – legittimando, in prospettiva, meccanismi anti-scalata⁴⁰.

Sul fronte dell'intervento statale, d'altro canto, mantenere il sistema economico italiano più a luogo attrattivo per capitali e investimenti stranieri senza rinunciare a rafforzare gli strumenti di controllo a salvaguardia delle imprese è un equilibrio che può essere raggiunto, come si è cercato di dimostrare, solo se l'attenzione del Governo sulla materia del *golden power* non si muova in una logica protezionistica di "verticalizzazione delle decisioni" ma tenga fede a quei principi di libertà d'impresa per i quali si richiede l'intervento *proattivo* e non *impositivo* dello Stato a salvaguardia degli interessi strategici della nazione.

Il che, in buona sostanza, porterebbe a esercitare – e per tale via giustificare – i poteri speciali in capo al Governo in modo prevedibile sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori, senza disparità di trattamento, valorizzando il pieno rispetto dei principi del diritto europeo in termini di proporzionalità e ragionevolezza⁴¹.

Brunella Russo

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Messina*

⁴⁰ Ancora SACCO GINEVRI., *I golden powers fra Stato e mercato*, cit., 59 ss.

⁴¹ Benché si richieda un ulteriore e più puntuale intervento legislativo è d'uopo ricordare che già con l'emanazione del d.l. n. 21/2012, che ha mutato profondamente la previgente disciplina, si è provveduto a conformare la disciplina del *golden power* ai principi di proporzionalità e prevedibilità ritenuti indispensabili dalla Corte di Giustizia europea al fine di «non scoraggiare gli investitori esteri, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi».

**CODICE DELLA CRISI DI IMPRESA ED EFFICIENZA DEI MERCATI:
LA RELATIVE PRIORITY RULE DOPO LA DIRETTIVA (UE)**

2019/1023 *

*(Italian Code for business crisis and insolvency and market efficiency:
the relative priority rule after Directive (EU) 2019/1023)*

ABSTRACT: *Nell'ottica di una maggiore efficienza della disciplina, una delle principali novità consiste nell'introduzione, a seguito del recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 nel Codice della Crisi d'Impresa con il D.Lgs. n. 83 del 2022, della c.d. "regola della priorità relativa", intesa come l'insieme delle (nuove) regole per l'eventuale ripartizione del (plus)valore estraibile dall'impresa in crisi oggetto di ristrutturazione tra i creditori e (ora) tra i soci, anche in deroga al principio generale della par condicio creditorum e all'ordine delle cause legittime di prelazione: ciò al fine di favorire il raggiungimento di un accordo che salvaguardi la continuità aziendale e la tutela di una serie di interessi rilevanti per il buon funzionamento del mercato.*

With a view to greater efficiency of the rules, one of the major innovations consists in the introduction, following the transposition of Directive (EU) 2019/1023 into the Business Crisis Code by Legislative Decree no. 83 of 2022, of the so-called "relative priority rule", understood as the set of (new) rules for the possible distribution of the (surplus) value extractable from the company in crisis subject to restructuring among the creditors and (now) among the shareholders, also in derogation of the general principle of par condicio creditorum and the order of legitimate causes of pre-emption: this is in order to facilitate the achievement of an agreement that safeguards the continuity of the company and the protection of a series of interests relevant to the good functioning of the market.

* Contributo approvato dai revisori.

SOMMARIO: 1. Dalla *par condicio creditorum* alla *relative priority rule*. – 2. Le innovazioni recate dalla Direttiva (UE) 2019/1023. – 3. Il coinvolgimento dei soci. – 4. La *relative priority rule* fra diritto negoziale della crisi d'impresa ed efficienza economica.

1. Alcuni anni prima dell'inizio della stagione delle riforme delle procedure concorsuali, nell'ambito della gestione di una crisi aziendale di proporzioni potenzialmente sistemiche (era il caso della "Serafino Ferruzzi" s.r.l.), la costante alternativa che si pone al Giudice e al Legislatore tra procedura e contratto, tra *par condicio* e accordo fu brillantemente illustrata nel corso di un Seminario di studi tenuto a Genova il 15 e 16 marzo 1996 da Roberta Vivaldi, Magistrato in Ravenna¹: "il Giudice non può, infatti, limitare il proprio accertamento alla verifica della sussistenza delle c.d. manifestazioni esterne dell'insolvenza, ma è tenuto, anche in presenza di tali manifestazioni, ad accertare che a queste ultime corrisponda quella situazione economico-patrimoniale, che caratterizza l'irreversibilità della crisi economica dell'imprenditore", essendo stato in quel caso il Tribunale "dell'avviso di non porre cadenze serrate alla procedura, ma di diluirne i tempi in modo da far maturare possibili accordi", non intendendo sindacare il merito della trattativa stragiudiziale né eventuali violazioni della *par condicio creditorum*, considerata "principio generale derogabile ... dall'accordo delle parti", quindi adottando "un ruolo per così dire di spettatore attento alle snodarsi delle singole fasi della complessa trattativa", nella consapevolezza che "in altri termini - e sempre che gli altri interessi coinvolti non ne traggano pregiudizio - la scelta della doppia velocità della procedura deve essere appunto ispirata alla tutela dei creditori, nel senso che il Giudice deve porsi il problema se tuteli più adeguatamente il ceto creditorio una sollecita dichiarazione di fallimento, oppure uno slittamento dei tempi, in modo tale da far maturare un

¹ Lo ricorda G. ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziabile*, in AA.VV., *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, 1997, n. 44, 23.

accordo. Nel caso di specie la tutela, in considerazione delle particolarità della fattispecie, ha preso corpo nel lento cadenzamento dei tempi della procedura che ha permesso di raggiungere, in tempi congrui e senza pregiudizio per alcun interesse, una favorevole conclusione”.

Lo stesso Guido Rossi, commentando la relazione sopra citata, poteva rimarcare “quanta influenza una moderna cultura giuridica possa avere nella più efficace salvaguardia dei molteplici interessi coinvolti nella crisi delle grandi imprese anche da parte dei giudici”, sopperendo l’interpretazione evolutiva della giurisprudenza in quel caso alla fragilità che ancora caratterizzava il sistema normativo italiano².

Sono oramai trascorsi diversi anni da quella relazione e, all’esito di varie stagioni di riforme legislative, anche l’ordinamento italiano è stato oggetto di una positiva evoluzione in materia di disciplina delle procedure concorsuali e, più in generale, della gestione “negoziale” della crisi d’impresa³, dotandosi di un nuovo Codice nel quale sono stati spesso trasfusi strumenti ed esperienze di ordinamenti esteri che dovrebbero contribuire ad una maggiore efficienza delle norme in un settore che risulta nevralgico per il buon funzionamento del sistema economico generale⁴.

² G. ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziabile*, cit., 23.

³ L’espressione è ripresa da F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d’impresa*, Milano, 2011, *passim*.

⁴ Sono note le interrelazioni fra l’efficienza delle procedure di gestione delle crisi d’impresa e lo sviluppo dell’economia: E’ stato, ad esempio, osservato che il diritto fallimentare contribuisce a determinare anche le condizioni a cui il credito viene concesso alle imprese influenzando sulla probabilità di default e sul tasso di recupero delle somme erogate. Nell’analisi di G. RODANO - N. SERRANO-VELARDE - E. TARANTINO, *Bankruptcy law and bank financing*, in *Journal of Financial Economics*, 2016, 120, 2, 363 ss., si è analizzato l’effetto delle riforme della legge fallimentare italiana del biennio 2005-2006 sulle condizioni del credito alle piccole e medie imprese. Le riforme hanno interessato dapprima le procedure di ristrutturazione (D.Lgs. 35/2005) - con un ampliamento dei presupposti oggettivi di accesso alla procedura e dei contenuti possibili degli accordi, e successivamente le procedure di liquidazione (L. 5/2006) - con un rafforzamento dei poteri dei creditori nella gestione della procedura finalizzato a ridurre i tempi di recupero. Il lavoro ha esaminato l’evoluzione, in concomitanza di ciascuno dei due interventi di riforma, delle condizioni del credito e degli investimenti delle imprese più rischiose, maggiormente influenzate dalla riforma, confrontandola

Una delle maggiori innovazioni consiste nell'introduzione, a seguito del recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 nel Codice della crisi d'impresa ad opera del d.lgs. n. 83 del 2022, della cosiddetta "*relative priority rule*", intesa come l'insieme delle regole (nuove) di possibile distribuzione del (plus)valore ritraibile dall'impresa in crisi oggetto di ristrutturazione fra i creditori e (adesso) tra i soci, anche in deroga al principio generale della *par condicio creditorum* e all'ordine della cause legittime di prelazione⁵, nell'ottica di facilitare il raggiungimento di un accordo che valga a salvaguardare la continuità dell'impresa⁶.

2. La base giuridica per l'introduzione nel nostro ordinamento della "*relative priority rule*" è costituita dalla Direttiva (UE) 2019/1023⁷, ove si prevede, innanzitutto,

con la dinamica realizzatasi per imprese più solide dal punto di vista finanziario. Le stime hanno mostrato che la riforma del 2005 ha determinato un aumento del tasso di interesse sui prestiti bancari alle piccole e medie imprese pari a 12 punti base (con un aumento di circa il 3 per cento della loro spesa per interessi) e una riduzione del tasso di investimento di circa 0.13 punti percentuali. La riforma del 2006 ha invece indotto una riduzione del tasso di interesse di circa 7 punti base (con una riduzione di circa il 2 per cento della spesa per interessi), e un aumento di circa 0.8 punti percentuali del tasso di investimento.

⁵ Sulle diverse accezioni di *absolute priority rule* e di *relative priority rule* v., *ex multis*, D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2017, 812; J. SEYMOUR - S.L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, in *University of Illinois Law Review*, 2021, 1 nonchè, in origine e più in generale, J.C. BONBRIGHT - M.M. BERGERMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, in *Columbia Law Review*, 1928, 127.

⁶ Ricordavano M. BIANCO - S. GIACOMELLI - G. RODANO, *Concorrenza e regolamentazione in Italia*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* della Banca d'Italia n. 123, 2012, 18, che "l'uscita dal mercato rappresenta - insieme all'entrata - un canale rilevante nell'assicurare un efficiente turnover di imprese. Se tra le piccole imprese, con pochi "interlocutori" (finanziatori, clienti e fornitori) questo può avvenire a costi relativamente bassi anche in assenza di una disciplina specifica, per le imprese di dimensioni maggiori è essenziale che vi sia un'adeguata normativa fallimentare che assicuri la sopravvivenza e la ristrutturazione (con una riallocazione delle risorse) delle imprese in crisi con valore atteso positivo e invece favorisca l'uscita dal mercato - a costi contenuti e in tempi rapidi - di quelle non più in grado di produrre valore".

⁷ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza). La direttiva mira a garantire alle imprese e agli imprenditori sani che sono in difficoltà finanziarie la possibilità di accedere a quadri nazionali efficaci in materia di ristrutturazione preventiva che consentano loro di continuare a operare,

che il piano di ristrutturazione dovrebbe sempre essere adottato se la maggioranza richiesta in ciascuna classe interessata lo sostiene; nondimeno dovrebbe rimanere possibile per un piano di ristrutturazione non adottato dalla maggioranza richiesta in ciascuna classe di poter essere omologato dall'autorità giudiziaria o amministrativa su proposta di un debitore o con l'accordo del debitore. In caso di ristrutturazione trasversale dei debiti (*cross class cram down*), il piano per essere omologato dovrebbe essere sostenuto dalla maggioranza delle classi di voto di parti interessate e almeno una di tali classi dovrebbe essere una classe di creditori garantiti o avere rango superiore alla classe dei creditori non garantiti⁸. Qualora una maggioranza delle classi non sostenga il piano di ristrutturazione, dovrebbe essere possibile che il piano possa comunque essere omologato da almeno una classe di creditori interessati o che subiscono un pregiudizio che, in base a una valutazione del debitore in regime di continuità aziendale, riceveranno pagamenti o manterranno interessi o, se previsto dal diritto nazionale, si possa ragionevolmente presumere che ricevano pagamenti o mantengano interessi se fosse applicato l'ordine delle cause legittime di prelazione previsto dal diritto nazionale in caso di liquidazione. In tal caso, gli Stati membri dovrebbero poter aumentare il numero delle classi necessarie per l'approvazione del piano, senza necessariamente imporre che tutte queste classi, in base a una valutazione del debitore in regime di continuità aziendale, debbano ricevere un pagamento o mantenere un interesse a norma del diritto nazionale. Tuttavia, gli Stati membri non dovrebbero esigere il consenso di tutte le classi. Conseguentemente, qualora vi siano solo due classi di creditori, il consenso di almeno una classe dovrebbe essere ritenuto sufficiente, se sono soddisfatte le altre condizioni per l'applicazione

agli imprenditori onesti insolventi o sovraindebitati di poter beneficiare di una seconda opportunità mediante l'esdebitazione dopo un ragionevole periodo di tempo, e a conseguire una maggiore efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, in particolare attraverso una riduzione della loro durata.

⁸ Considerando 53.

del meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti⁹. Nel caso della ristrutturazione trasversale dei debiti, gli Stati membri dovrebbero assicurare che le classi dissenzienti di creditori interessati non siano ingiustamente pregiudicate dal piano proposto e gli Stati membri dovrebbero garantire loro una tutela sufficiente, garantendo che ricevano un trattamento tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango e più favorevole di quello delle classi inferiori. In alternativa, gli Stati membri dovrebbero tutelare una classe dissenziente di creditori interessati facendo sì che una tale classe dissenziente sia pagata integralmente se è previsto che una classe inferiore riceva qualsiasi distribuzione o mantenga un qualsiasi interesse ai sensi del piano di ristrutturazione (regola della priorità assoluta)¹⁰. Gli Stati membri dovrebbero poter derogare alla regola della priorità assoluta, se ad esempio si consideri giusto che i detentori di strumenti di capitale mantengano determinati interessi ai sensi del piano, nonostante che una classe di rango superiore sia obbligata ad accettare una falcidia dei suoi crediti, o che i fornitori essenziali cui si applica la disposizione sulla sospensione delle azioni esecutive individuali siano pagati prima di classi di creditori di rango superiore¹¹. Sebbene sia necessario tutelare i legittimi interessi degli azionisti o altri detentori di strumenti di capitale, gli Stati membri dovrebbero garantire che essi non possano impedire irragionevolmente l'adozione di un piano di ristrutturazione che ripristinerebbe la sostenibilità economica del debitore e dovrebbero poter usare mezzi diversi per raggiungere tale obiettivo, ad esempio non concedendo ai detentori di strumenti di capitale il diritto di voto sul piano di ristrutturazione e non subordinando l'adozione del piano di ristrutturazione all'accordo dei detentori di strumenti di capitale che in base a una valutazione dell'impresa non riceverebbero alcun pagamento o altro corrispettivo se fosse applicato il normale grado di priorità della liquidazione. Tuttavia, qualora i detentori

⁹ Considerando 54.

¹⁰ Considerando 55.

¹¹ Considerando 56.

di strumenti di capitale abbiano diritto di voto sul piano di ristrutturazione, l'autorità giudiziaria o amministrativa dovrebbe poter omologare il piano applicando le norme sulla ristrutturazione trasversale dei debiti nonostante il dissenso di una o più delle loro classi¹².

La Direttiva (UE) 2019/1023 sostanzia tali regole all'art. 11, che disciplina appunto la ristrutturazione trasversale dei debiti, prevedendo che il piano di ristrutturazione che non è approvato da tutte le parti interessate, in ciascuna classe di voto, possa essere omologato dall'autorità giudiziaria o amministrativa, su proposta del debitore o con l'accordo del debitore, e possa diventare vincolante per le classi di voto dissenzienti se esso, fra l'altro, è stato approvato: i) dalla maggioranza delle classi di voto di parti interessate, purché almeno una di esse sia una classe di creditori garantiti o abbia rango superiore alla classe dei creditori non garantiti; oppure, in mancanza, ii) da almeno una delle classi di voto di parti interessate o, se previsto dal diritto nazionale, di parti che subiscono un pregiudizio, diversa da una classe di detentori di strumenti di capitale o altra classe che, in base a una valutazione del debitore in regime di continuità aziendale, non riceverebbe alcun pagamento né manterrebbe alcun interesse o, se previsto dal diritto nazionale, si possa ragionevolmente presumere che non riceva alcun pagamento né mantenga alcun interesse se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione a norma del diritto nazionale. Inoltre, il piano di ristrutturazione deve assicurare che le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango e più favorevole di quello delle classi inferiori e che nessuna classe di parti interessate può ricevere o conservare in base al piano di ristrutturazione più dell'importo integrale dei crediti o interessi che rappresenta. In deroga, gli Stati membri possono prevedere che i diritti dei creditori interessati di una classe di voto dissenziente siano pienamente

¹² Considerando 57.

soddisfatti con mezzi uguali o equivalenti se è previsto che una classe inferiore riceva pagamenti o mantenga interessi in base al piano di ristrutturazione¹³.

In attuazione della direttiva (UE) 2019/1023, il D.Lgs. n. 83 del 2022 ha quindi disposto (con l'art. 19, comma 2) la modifica dell'art. 84 del Codice della crisi, in particolare prevedendo al comma 6 che nel concordato in continuità aziendale il valore di liquidazione è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione; per il valore eccedente quello di liquidazione è invece sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore¹⁴. Sempre il D.Lgs. n. 83 del 2022 ha disposto (con l'art. 24, comma 1) la modifica dell'art. 112 del Codice, prevedendo, al comma 2, che nel concordato in continuità aziendale, se una o più classi sono dissenzienti, il tribunale, su richiesta del debitore o con il consenso del debitore in caso di proposte concorrenti, omologa altresì se ricorrono congiuntamente una serie di condizioni, fra cui (lett. b) che il valore eccedente quello di liquidazione venga distribuito in modo tale che i crediti inclusi nelle classi dissenzienti ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore, fermo restando quanto previsto dall'art. 84, comma 7.

Viene così introdotta nell'ordinamento italiano la possibilità, nel concordato in continuità, di assegnare il *surplus* legato alla prosecuzione dell'attività di impresa ai creditori secondo un progetto di distribuzione basato non più sulla *absolute priority*

¹³ Cfr. G. BALLERINI, *La distribuzione del (plus)valore ricavabile dal piano di ristrutturazione nella direttiva (ue) 2019/1023 e l'alternativa fra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Riv.dir.comm.*, 2021, I, 367 ss.

¹⁴ Quanto al concordato con liquidazione del patrimonio, l'art. 84, comma 4, del Codice ha positivamente indirizzato un'interpretazione già formatasi in precedenza secondo cui le risorse esterne possono essere distribuite in deroga agli articoli 2740 e 2741 c.c., purché resti rispettato il requisito del soddisfacimento dei creditori chirografari e dei creditori privilegiati degradati per incapacità in misura non inferiore al 20 per cento del loro ammontare complessivo: cfr. D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, Absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 342 ss.

rule (APR) della nostra tradizione giuridica, che rispetta l'ordine delle cause legittime di prelazione, bensì sulla *relative priority rule* (RPR) di derivazione europea, che permette di passare al grado inferiore della *waterfall* senza la previa completa soddisfazione dei creditori con prelazione superiore, purchè questi ultimi comunque abbiano incamerato in misura maggiore dei creditori di grado inferiore¹⁵. In sede di omologazione del concordato in continuità, si fa luogo alla cosiddetta *cross class cram down* (come prevista nell'art. 11 della Direttiva), che consente l'omologa del concordato anche in mancanza di voto unanime favorevole di tutte le classi, quando fra quelle consenzienti si contino classi particolarmente rappresentative e per quelle dissenzienti sia previsto un trattamento non deteriore rispetto all'alternativa liquidatoria. La *relative priority rule* non si applica soltanto con riferimento ai crediti dei lavoratori dipendenti, che, in presenza di flussi derivanti dalla continuità della gestione dell'impresa, seguono la regola dell'art. 84, comma 7, che stabilisce che si applichi sempre la *absolute priority rule*, prevedendo che i crediti assistiti dal privilegio di cui all'art. 2751-bis, n. 1, c.c. sono soddisfatti, nel concordato in continuità aziendale, nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione sul valore di liquidazione e sul valore eccedente il valore di liquidazione.

Pertanto, nel concordato in continuità la *relative priority rule* si sostanzia nella possibilità che, una volta esaurite le risorse corrispondenti al valore dell'attivo stimato come realizzabile nell'alternativa liquidatoria, le risorse eccedenti che derivano dalla continuità della gestione dell'impresa sia liberamente distribuibili in

¹⁵ La nuova regola è ben esemplificata nella Relazione della Cassazione sulle modifiche al Codice della crisi apportate dal D.Lgs. n. 83 del 2022 (CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE - UFFICIO DEL MASSIMARIO E DEL RUOLO, *Relazione sul nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (Attuazione della Direttiva UE n. 1083/2019 c.d. Insolvency - d.lgs. n. 83/2022)*, Roma, 15 settembre 2022, 31-32): “fatto 100 il valore dell'attivo in un'ottica liquidatoria, se l'attivo della proposta in continuità è di 150, sino a 100 lo stesso dovrà essere distribuito ai creditori seguendo strettamente l'ordine delle cause legittime di prelazione, mentre il *surplus*, cioè la quota da 101 a 150 potrà essere attribuito seguendo un ordine preferenziale meno rigido, con parziale deroga all'ordine dei privilegi, a condizione che la classe maggiormente preferita riceva comunque un trattamento più favorevole di quella inferiore, anche se non integralmente soddisfatta”.

deroga agli artt. 2740 e 2741 c.c., purché i creditori con privilegio maggiore non siano trattati in modo deteriore rispetto ai creditori con privilegio di rango inferiore o chirografari¹⁶.

Non mancano, tuttavia, profili di criticità derivanti dall'applicazione dei nuovi istituti: innanzitutto, la delimitazione della *relative priority rule* al solo "valore eccedente quello di liquidazione" (il plusvalore di continuità aziendale, *going concern surplus*) potrebbe causare difficoltà e incertezze applicative, anche considerando che tale delimitazione non si ritrova nel testo dell'art. 11 della Direttiva, che fa invece riferimento all'intero valore derivante dal piano di ristrutturazione nel porre le relative regole di distribuzione, cui applicare l'alternativa fra la *relative priority rule* di cui al par. 1, lett. c) e la *absolute priority rule* di cui al par. 2¹⁷. Soprattutto in caso di contestazione, la delimitazione in questione rischia di far incorrere la procedura nelle lungaggini e incertezze di una necessaria stima giudiziale, tradizionalmente generati

¹⁶ Sull'estensione degli effetti del concordato preventivo in continuità v., di recente, Trib. Bergamo, 11 aprile 2023 (Pres. De Simone, est. Magri), secondo cui "la Direttiva consente all'autorità giudiziaria di omologare la proposta concordataria solo se essa sia stata approvata da almeno una classe di creditori (privilegiati), che nel concordato venga trattata in maniera deteriore ("che subisce un pregiudizio") rispetto all'ipotesi della liquidazione giudiziale. Tale classe deve essere diversa da una classe di creditori (chirografari), che non riceverebbe alcun pagamento nell'ipotesi di prosecuzione dell'impresa in crisi o nell'ipotesi alternativa della liquidazione giudiziale. Declinando il significato della norma interna alla luce di quella unionale di cui all'art. 11 della Direttiva sopra analizzato, il 2° comma lett. d) dell'art. 112 CCII va così interpretata: il Tribunale omologa il concordato se, fatte salve le altre condizioni, la proposta è stata approvata "da almeno una classe di creditori che sarebbero parzialmente soddisfatti rispettando la graduazione delle cause legittime di prelazione anche sul valore eccedente quello di liquidazione". La ratio della norma è quella di favorire al massimo la ristrutturazione trasversale dei debiti, in una logica di continuità aziendale, che consenta di riammettere nel mercato l'impresa in crisi e di mantenere i posti di lavoro in essa impiegati. Tuttavia per ottenere l'omologazione con l'approvazione dell'autorità giudiziaria e quindi al di fuori di una logica di autonomia negoziale fra debitore ed i suoi creditori, occorre, quale requisito minimo, quello della approvazione della proposta da parte di almeno una classe di creditori privilegiati, che sia per così dire "maltrattata" nella proposta concordataria e pur tuttavia sia fiduciosa nella bontà della proposta di "rilancio" dell'impresa (art. 112, 2° comma, lett. d), del CCII). Allo stesso tempo la medesima norma tutela ciascuno dei creditori dissenzienti, garantendo loro un trattamento non inferiore a quello, a cui potrebbero aspirare nel caso di liquidazione giudiziale (art. 112, 2° comma, lett. a), del CCII)".

¹⁷ Cfr. M. PERRINO, "Relative priority rule" e diritti dei soci nel concordato preventivo in continuità, in *www.dirittodellacrisi.it*, 2022, 22, secondo cui in questo senso può forse parlarsi della priorità relativa del Codice come di una RPR "temperata", nella misura in cui si applica solo al plusvalore di continuità.

in sede di applicazione della *absolute priority rule*.

3. Quanto, poi, al possibile (e opportuno) coinvolgimento dei soci, il D.Lgs. n. 83 del 2022 ha disposto (con l'art. 25, comma 1) l'introduzione nel Codice dell'art. 120-*quater* (*Condizioni di omologazione del concordato con attribuzioni ai soci*), secondo cui, fermo quanto previsto dall'art. 112, se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda, il concordato, in caso di dissenso di una o più classi di creditori, può essere omologato se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissenzienti risulta almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi del medesimo rango e più favorevole di quello proposto alle classi di rango inferiore, anche se a tali classi venisse destinato il valore complessivamente riservato ai soci. Se non vi sono classi di creditori di rango pari o inferiore a quella dissenziente, il concordato può essere omologato solo quando il valore destinato al soddisfacimento dei creditori appartenenti alla classe dissenziente è superiore a quello complessivamente riservato ai soci. In tal caso, per valore riservato ai soci si intende il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le imprese minori, anche in altra forma. Si è inteso in tal modo favorire il coinvolgimento dei soci (detentori di strumenti di capitale) nella ristrutturazione, nella consapevolezza che un'applicazione rigida della *absolute priority rule* ad un patrimonio incapiente, a fronte dell'indebitamento complessivo e con l'obbligo del soddisfacimento prioritario dei creditori, avrebbe rappresentato un ostacolo alla possibilità di permettere ai soci il

mantenimento di interessi nell'impresa riorganizzata¹⁸.

Il coinvolgimento dei soci può evidentemente costituire un notevole valore aggiunto per la continuità dell'impresa, incentivandoli ad attivare precocemente gli strumenti disponibili di ristrutturazione preventiva, evitando i rischi di porre in essere condotte azzardate e di ritardare le necessarie iniziative di risanamento¹⁹.

Tuttavia, affinché sia di utilità nella *reorganization* dell'impresa il ruolo dei soci esige la previsione di una idonea cornice di diritti informativi e partecipativi, i cui contenuti dovrebbero avere diversa intensità a seconda di quanto è grave la crisi e di quale strumento viene utilizzato per la sua gestione²⁰.

4. L'introduzione della *relative priority rule* nell'ordinamento italiano si può

¹⁸ Osserva, al riguardo, S. PACCHI, *Par condicio e relative priority rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della crisi d'impresa*, in www.dirittodellacrisi.it, 2022, 18, che “la regola di default proposta dalla Direttiva, ossia la *Relative priority rule* che può indurre i soci a collaborare perché il costo della crisi e allo stesso tempo i benefici conseguiti dalla continuità vengono spalmati su un numero più ampio possibile di portatori di interessi. Ciò è legittimato dal fatto che se fino all'omologazione il patrimonio (e i frutti da esso generati in quel lasso temporale) appartiene soltanto ai creditori anteriori dopo l'omologa i flussi della continuità devono essere destinati a chi ha collaborato partecipando al rischio della continuità. La funzione che, negli ultimi anni, è stata assegnata al diritto fallimentare non è più infatti - come è stato cercato di dimostrare in queste pagine - quella di sanzionare ma di incoraggiare le imprese ad assumere ragionevoli rischi, consentendo ai creditori di concedere prestiti a condizioni più favorevoli. In verità, il socio, se non ha la possibilità di mantenere la proprietà, non ha quasi mai la volontà di collaborare alla conservazione dell'azienda. È chiaro che una procedura concorsuale tesa principalmente alla tutela dei creditori in termini di loro soddisfazione, nel rigoroso rispetto delle cause di priorità, non può portare ad alcuna conservazione di valori. Questo non può che essere il frutto di sforzi comuni, sperando che il tavolo sia quello dell'economia generale e non quello della singola impresa. La recente storia dei concordati ci consegna immagini di risultati deludenti o di procedure naufragate. Questo insuccesso in parte è dovuto alla APR che ingessa i piani e lascia sovente l'impresa in stato asfittico per il dileguarsi dei fornitori. Lo strumento per la continuità deve essere sostenibile per l'impresa (non rendendola asfittica), per i creditori (intercettando i loro variegati interessi di soggetti imprenditori), per i terzi (la collettività che ruota attorno all'impresa). Per questi motivi ritengo - alla luce della rinnovata impostazione del diritto della crisi - che la regola della RPR risponda meglio agli assetti attuali, alla posizione dell'impresa al principio della sostenibilità dello strumento per la continuità”.

¹⁹ Secondo S. PACCHI, *Par condicio e relative priority rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della crisi d'impresa*, cit., 3, “la priorità relativa, in termini di soddisfacimento, riduce la protezione offerta ai creditori e fornisce ai proprietari di azioni un vantaggio strategico nella progettazione dei piani potendo guadagnare però la loro interessata collaborazione che in molti casi significa anche conservazione di *skills* indispensabili per assicurare la continuità dell'impresa”.

²⁰ Cfr. L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 2,

inscrivere nella prospettiva di valorizzare ulteriormente la natura contrattuale degli accordi sulla crisi d'impresa, intesa com'è a favorire il superamento del dissenso di classi di creditori non soddisfatti integralmente e l'omologazione dello strumento di regolazione della crisi, purché tali classi ricevano un trattamento almeno altrettanto favorevole rispetto alle classi di pari rango e più favorevole di quello delle classi inferiori²¹.

L'estensione "coatta" anche ai creditori dissenzienti²², se per un verso pare configurare un "contratto in danno dei terzi"²³, in realtà risulta necessaria, nell'economia più generale della procedura, a conferire efficacia ad uno strumento finalizzato al mantenimento dell'impresa, finalità la cui progressiva affermazione cresce di pari passo con il processo di espansione dell'istituto del contratto nella gestione della crisi d'impresa.

La finalità di conservazione dell'impresa e il contratto trovano, in effetti, un

²¹ Con riguardo alle differenze con l'ordinamento statunitense, osserva M. PERRINO, *"Relative priority rule" e diritti dei soci nel concordato preventivo in continuità*, 13, che la logica dell'art. 11 della Direttiva non sembra quella di una diretta salvaguardia degli interessi dei *junior creditors* e degli *shareholders*, mediante il riconoscimento a questi di prerogative o aspettative di soddisfacimento, come nel dibattito sulla RPR U.S. style, bensì quella di facilitare il superamento degli eventuali dissensi: è cioè una regola per il *cramdown*, con asseccamento solo indiretto di una maggiore flessibilità nella distribuzione del valore anche a vantaggio di *junior* e soci, superando le rigidità della APR.

²² Sull'assenza del consenso e gli effetti autonomi sul patrimonio altrui v. M. ONORATO, *Gli accordi concorsuali. Profili civilistici*, Pisa, 2017, 135, il quale osserva come "l'efficacia di concordati e accordi di ristrutturazione appare eccentrica rispetto a quella per solito associata all'autonomia privata, al punto che in queste pagine si è più volte discusso di una efficacia meta-negoziale. I nostri sono capaci di incidere sulla sfera giuridica dei terzi. Il riferimento è in primo luogo alla idoneità dei concordati a privare il debitore dei suoi beni in assenza di ogni consenso: ipotesi che si verifica, ad esempio, quando si programmi la cessione dei beni ai creditori attraverso un concordato fallimentare promosso da un creditore o da un terzo oppure attraverso una proposta concorrente di concordato preventivo formulata da uno o più creditori. Sempre nel medesimo ordine si collocano gli effetti indirizzati verso i creditori non consenzienti: dalla falciatura alla dilazione di pagamento alla modificazione della prestazione attesa. Tali effetti si generano nei confronti dei terzi e discendono, oltre che dal concordato, anche dalla stipulazione degli accordi di ristrutturazione. Codesta particolare efficacia sembra postulare dei negozi sui diritti di terzi, in quanto l'atto è suscettibile di modificarne i rapporti".

²³ Cfr. G. TERRANOVA, *Concordati senza consenso*, in ID., *Le procedure concorsuali*, Torino, 2019, 498 ss.

punto d'incontro nei nuovi istituti di gestione della crisi²⁴, ove il concorso da strumento di attuazione della garanzia patrimoniale si deve trasformare a strumento per la conservazione di valori, divenendo in quest'ottica la tradizionale *par condicio creditorum* addirittura regola recessiva, in un'evoluzione simile a quella registrata in precedenza anche in altri ordinamenti²⁵. La *relative priority rule* può prevalere sulla *par condicio creditorum*, anche nel bilanciamento di valori costituzionali, poiché va a tutelare l'esigenza di recupero della continuità aziendale, funzionale al mantenimento delle opportunità occupazionali in generale e la cui interruzione rappresenterebbe un danno non solo per i creditori, che vedrebbero in tal modo azzerarsi il residuo valore dell'azienda, ma per l'intero sistema economico.

In altri termini, il valore anche "sociale" della conservazione della continuità dell'impresa giustifica la negoziabilità degli interessi collegati con la situazione di crisi, nel contesto di una progressiva promozione del paradigma contrattuale che risulta funzionale alla composizione negoziale dell'insolvenza: non è un caso che sia emersa, anche a livello dottrinale, la categoria del contratto sulla crisi d'impresa²⁶, che comprende tutti gli accordi stipulati fra l'impresa e i suoi creditori diretti a gestire la crisi su base convenzionale, evitando la liquidazione fallimentare del patrimonio

²⁴ Cfr. I.L. NOCERA, *Autonomia privata e insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2014, 3-4, 401 ss., che ricorda come i due fenomeni espansivi - conservazione dell'impresa e contratto - trovano un punto d'incontro nello strumento degli accordi di ristrutturazione dei debiti delle imprese in crisi. Tale istituto (per cui v. G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 16 ss.; C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fall.*, 2006, 129 ss.; G. FAUCEGLIA, *Gli accordi di ristrutturazione*, in *Fall.*, 2005, 1459 ss.; P. MARANO, *La ristrutturazione dei debiti e la continuazione dell'impresa*, in *Fall.*, 2006, 101 ss.; G.B. NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed il procedimento per la dichiarazione di fallimento*, in *Fall.*, 2008, 708 ss.; P. VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Torino, 2012) è stato introdotto nella disciplina fallimentare dal D.L. n. 35 del 2005 all'art. 182-bis e successivamente riformato. Con riferimento alle convenzioni stragiudiziali v. P. OLIVA, *La privatizzazione dell'insolvenza: inquadramento giuridico delle operazioni di ristrutturazione*, in *Fall.*, 1999, 825 ss.

²⁵ Cfr. A. FLESSNER, *La conservazione delle imprese attraverso il diritto fallimentare. Uno sguardo di diritto comparato*, in *Dir. fall.*, 2009, I, 1 ss.

²⁶ Fra i privatisti v. F. MACARIO, *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. soc.*, 2008, 1, 136 ss.; AA.VV., *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di F. Di Marzio e F. Macario, Milano, 2010; F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, cit.

aziendale e il conseguente riparto fra i creditori dell'attivo.

Alla valorizzazione dell'autonomia negoziale e del contratto quale strumento privilegiato di regolazione delle relazioni commerciali durante il dissesto corrisponde, del resto, anche la tendenza alla cosiddetta degiurisdizionalizzazione delle procedure, con un indubbio effetto deflattivo degli oneri per i tribunali, ove al graduale ridursi della componente procedurale si riscontra un'espansione degli spazi riservati all'autonomia privata, sempre accompagnata dal ruolo del Giudice di «facilitatore» dell'accordo e di «stabilizzatore» dello stesso attraverso il giudizio di omologazione²⁷, che risente notevolmente dell'influenza della Direttiva (UE) 2019/1023²⁸.

In definitiva, la conservazione della continuità dell'impresa anche attraverso l'applicazione della *relative priority rule* risponde a esigenze di efficienza economica complessiva del diritto concorsuale, la cui funzione, secondo gli studiosi di *law and economics*, è anche (se non principalmente) quella "distributiva"²⁹, che valorizza la continuità aziendale e tutela interessi diversi e ulteriori rispetto a quelli dei soli creditori sebbene sprovvisti di *formal legal rights* (es. dipendenti, clienti del debitore,

²⁷ Per tale terminologia v. già L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 314. Osservano, al riguardo, D. CORAPI - B. DE DONNO - D. BENINCASA, *Le procedure concorsuali in un'ottica comparatistica*, in F. VASSALLI - F.P. LUISO - E. GABRIELLI (a cura di), *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, Torino, Vol. V, 2014, 440 che la finalità di favorire la continuazione della vita economica da parte di tutte le strutture viene conseguita attraverso un'accentuazione del carattere privatistico della disciplina dei rapporti tra debitori e creditori e lasciando al momento pubblicistico la sola funzione di vigilanza.

²⁸ Considera infatti F. DI MARZIO, *Sulla omologazione del concordato preventivo*, in *giustiziacivile.com*, 22 agosto 2023, come "la fase della omologazione del concordato preventivo ha profondamente risentito, nella definizione dell'istituto nel codice settoriale, del condizionamento della direttiva sui quadri di ristrutturazione. Questo condizionamento si apprezza facilmente considerando le diverse condizioni per la omologabilità di un concordato in continuità aziendale rispetto ad un concordato di liquidazione. Il sacrificio imposto ai creditori è marcato. In primo luogo, spicca il contenimento delle prerogative dei creditori garantiti attraverso la regola della priorità relativa. Più in generale, si evidenzia la relativizzazione del potere deliberativo dei creditori: giacché il concordato in continuità aziendale può essere approvato anche soltanto da una minoranza dell'entità complessiva dei crediti. Infine, parimenti limitato negli effetti è il potere oppositivo: giacché l'accoglimento del reclamo avverso il provvedimento di omologa non determina necessariamente l'inammissibilità della domanda".

²⁹ Cfr. T.H. JACKSON - R.E. SCOTT, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, in *Virginia Law Review*, 1989, 156; B. ADLER, *Bankruptcy and risk allocation*, in *Cornell Law Review*, 1991-1992, 457.

fornitori, lo Stato, la comunità in generale), ai quali potrà essere redistribuito il maggior valore derivante dal proseguimento dell'attività di impresa, rispetto al valore della stessa disponibile per i creditori ove fosse semplicemente liquidata.

Domenico Siclari

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università "La Sapienza" di Roma*

LA LOCALIZZAZIONE DELLE OPERE PUBBLICHE E DI INTERESSE PUBBLICO NEL CODICE DEI CONTRATTI (D.LGS. N. 36/2023) *

(The location of public works and public interest projects in the Contracts Code (Legislative Decree No. 36/2023))

ABSTRACT: *Nell'ordinamento amministrativo italiano la localizzazione, sul territorio, delle opere pubbliche è molto complessa, spesso contrastata. I motivi sono molteplici: l'opposizione delle comunità locali, i contrasti di competenze tra amministrazioni statali (oppure nazionali) e governi per l'ambiente. Il "Codice" dei contratti pubblici, approvato nel 2023, ha semplificato la procedura disponendo che le opinioni dissenzianti devono essere costruttive, cioè indicare motivate e ragionevoli modifiche del progetto presentato.*

In the Italian administrative system, the localization of public infrastructures in the territory is very complex and often controversial. The reasons are many: the opposition of local communities, the clashes of competences between national administrations and local governments. The Public Contracts "Code", approved in 2023, simplified the procedure by providing that dissenting opinions must be constructive, i.e. indicate motivated and reasonable changes to the project presented

SOMMARIO: 1. La localizzazione delle OO. PP. Sul territorio: questione risalente; - 2. La procedimentalizzazione del conflitto nella conferenza di servizi; - 3. L'estensione del procedimento di localizzazione delle OO. PP. Alle opere di interesse pubblico; - 4. Il procedimento di approvazione e localizzazione del progetto; - 5. La fase decisoria della conferenza di servizi e il dovere di dissenso costruttivo; - 6. La procedura per pervenire a dissensi costruttivi (quindi ammissibili).

* Contributo approvato dai revisori.

1. Uno dei nodi gordiani della realizzazione delle opere pubbliche è costituito dalla *localizzazione*, cioè dalla “*collocazione*” “*sul*” territorio di opere che ne mutano, in vario modo e misura, l’assetto urbanistico preesistente o quello programmato.

La questione è ora disciplinata dall’art. 38 del Codice dei contratti (d.lgs. n. 36/2023). La procedura inerente alla *localizzazione* si applica, oltre che alle opere pubbliche, anche alle “*opere di interesse pubblico*” (art. 38, comma 1).

Il successivo comma 2 precisa che il procedimento di localizzazione, delineato nell’art. 38, “*non si applica se è stata già accertata la conformità del progetto di fattibilità alla pianificazione urbanistica e alla regolamentazione edilizia*”. Ne risulta – *per contrappasso* – che il vero punto critico è quello del frequente contrasto tra la progettata localizzazione e le previsioni della pianificazione urbanistica in senso lato, compresi i piani territoriali paesaggistici regionali. E’ un nodo storico, assai risalente nel tempo, ch’è venuto via via acutizzandosi con la diffusione dei piani regolatori, in molti Comuni, dagli anni 70 del ‘900 e con l’avvio dell’ordinamento regionale (1972), presentandosi soprattutto *sub specie* di *sovrapposizione* autoritativa di interventi (cioè di scelte) statali sul territorio regionale e locale (con incidenze sui poteri pianificatori delle autonomie). Nel modello ideale della Legge Urbanistica (l. n. 1150/1942) le opere pubbliche di cui era prevista la realizzazione dovevano esser inserite nei P.R.G., in sede di adozione o, successivamente, in sede di approvazione del piano (originariamente da parte del Ministero dei LL.PP. e, dal 1972, della Regione).

Nella realtà il coordinamento, temporale e sostanziale, tra pianificazione territoriale urbanistica e programmi delle opere pubbliche ha operato in pochissimi casi e la situazione più frequente è stata, ed è, la *sopravvenienza* della decisione di localizzare le opere su aree cui i P.R.G. avevano assegnato destinazioni incompatibili.

Nella realtà amministrativa il sistema della pianificazione rimase *inattuato* (i piani territoriali di coordinamento o troppo *rigido* (i piani regolatori, peraltro poco

diffusi, sino alla fine degli anni 60 del secolo scorso).

Di conseguenza molti tipi di interventi ad alta incidenza territoriale, *pubblici* (soprattutto infrastrutturali) e *privati* (ad esempio: centri commerciali), sono rimasti estranei al sistema dei piani.

Si è verificata quindi una metamorfosi di fatto rispetto al modello pianificatorio originario con la moltiplicazione dei procedimenti atipici di variazione dei piani esistenti per inserirvi (e legittimare con varianti automatiche) le localizzazioni di interventi pubblici o privati di interesse pubblico¹.

Con l'istituzione delle Regioni a statuto ordinario² la "questione localizzativa" si complicò poiché al conflitto tra *interessi pubblici* (pianificazione urbana e territoriale *versus* interventi infrastrutturali) si aggiunse quello *istituzionale* (poteri statali *versus* poteri regionali e locali).

Per disinnescare i conflitti il legislatore ha adottato, nel tempo, vari modelli procedimentali, a partire da quello previsto dall'art. 81 del DPR n. 616/1977³ (con cui vennero trasferite ulteriori funzioni alle Regioni).

La procedimentalizzazione dei conflitti⁴ è una tecnica diffusamente adottata in molti ordinamenti amministrativi per realizzare la composizione di interessi divergenti e pervenire a decisioni possibilmente concordate. Sempre prevedendo, tuttavia, che, in caso di mancata intesa, vi sia "alla fine" un'istanza decisoria "superiore" (nel nostro Paese il Consiglio dei Ministri).

2. La procedimentalizzazione del conflitto ha trovato la sua dimensione organizzativa nella conferenza di servizi, istituzionalizzata in via generale – com'è noto – nella legge n. 241/1990. Il DPR n. 383/1994 segnò l'ingresso della conferenza

¹ F. SALVIA, C. BEVILACQUA, N. GULLO, *Manuale di diritto urbanistico* Wolters Kluwer, Milano 2021, p. 62 ss.

² G. MORBIDELLI, *La disciplina del territorio tra Stato e Regioni*, Giuffrè, Milano 1974.

³ S. AMOROSINO, *Gli interventi statali sul territorio regionale e locale*, Giuffrè, Milano 1979.

⁴ F. PIGA, *Il coordinamento amministrativo* in Id., *Pubblico e privato nella dinamica delle istituzioni*, Giuffrè, Milano 1985, p. 334 ss.

nei procedimenti di localizzazione delle opere di interesse statale, innestandola sul modulo dell'art. 81 del DPR n. 616/1977.

Com'è stato di recente ricordato⁵ il modello delineato nell'ultimo quarto del secolo scorso, faticosamente applicato soprattutto alle infrastrutture lineari (TAV ed autostrade), fu "*messo in crisi*" dall'improvvida riforma del Titolo V della Costituzione che – con l'avallo di varie sentenze della Corte costituzionale (n. 303/2003 e n. 6/2004) – riconobbe alle Regioni un sostanziale potere di blocco della realizzazione delle opere di interesse ultraregionale in forza dell'obbligo di previa *intesa forte tra Stato e Regione*. *Stamenti* che vanificavano anche il ricorso al principio di sussidiarietà verticale ex art. 118 Cost., il quale consente l'avocazione della decisione a livello statale.

Per quanto riguarda la localizzazione delle opere pubbliche il superamento del paralizzante tabù dell'*intesa forte* (*alias*: potere di veto) è stato realizzato con il d.lgs. n. 50/2016, "Codice dei contratti pubblici", che ha esteso all'approvazione dei progetti⁶ la disciplina generale della conferenza di servizi della legge n. 241/1990 (artt. 14 *bis* e seguenti, come sostituiti dal d.lgs. n. 127/2016).

Disciplina – com'è noto – prevede come modulo procedurale l'assunzione della determinazione conclusiva della conferenza, sulla base delle posizioni prevalenti; determinazione che anche l'effetto di variazione dei piani urbanistici (con il contrappeso della possibile devoluzione della decisione al Consiglio dei Ministri di parte delle amministrazioni "portatrici" di interessi tutelati dalla Costituzione (sanità, sicurezza pubblica, ambiente, paesaggio, beni culturali)⁷.

Allargando un po' lo sguardo si deve rilevare – anche per la perdurante debolezza del sistema dei piani territoriali ed urbanistici – una *compressione* del

⁵ G. MORBIDELLI, *La localizzazione (e l'ampliamento) dei tracciati autostradali tra Stato, Regioni e Comuni* in AA.VV., *Le autostrade*, a cura di D. Granara, Giappichelli, Torino 2023, p. 28 ss.

⁶ P. L. PORTALURI, *Pianificazione, programmazione e progettazione* in *La nuova disciplina degli appalti pubblici*, a cura di R. Garofoli e G. Ferrari, Nel diritto editore, Roma 2016, p. 175.

⁷ v., per tutti, M. D'Alberti, *Lezioni di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino 2022, p. 286 ss.

governo del territorio tra localizzazione delle infrastrutture, ivi compresi gli impianti di produzione di energia, tutela dell'ambiente e del paesaggio⁸.

3. Prima di esaminare il procedimento di localizzazione delle opere nel nuovo Codice dei contratti, nei frequenti casi di contrasto con le previsioni dei piani urbanistici vigenti (o adottati), è necessario soffermarsi sull'estensione della disciplina delle varianti "derogatorie", oltre che alle opere pubbliche, anche a quelle di *interesse pubblico*, realizzate da privati a proprio vantaggio, ma rispondenti anche ad interessi generali o collettivi di vario genere (ad esempio: impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili; stabilimenti industriali in aree di sviluppo produttivo; edifici residenziali, per giovani coppie o *single*, da vendere o locare a prezzi convenzionati tra le imprese di costruzione e le amministrazioni o gli enti finanziatori, il c.d. *housing sociale*).

In ragione dell'inerenza di un interesse pubblico alla loro realizzazione, a questi beni immobili si estende l'applicabilità di varie discipline amministrative tipiche delle opere pubbliche, riguardanti sia la localizzazione, sia l'espropriabilità (o acquisizione coattiva) delle aree di insediamento, sia – in alcuni casi – vari tipi di ausili finanziari pubblici, diretti o indiretti.

Tralasciando quest'ultimo aspetto vengono in rilievo:

- da un lato "*le espropriazioni, anche a favore di privati, dei beni immobili o di diritti relativi a beni immobili per l'esecuzione di opere pubbliche o di pubblica utilità*" (art.1 del T.U. Espropriazioni, D.P.R. n. 327/2001)⁹;
- dall'altro, la localizzazione di questi immobili o impianti.

L'elemento unificante, in entrambi i casi, è l'incidenza dell'intervento su regolazioni del territorio, intese in senso ampio.

⁸ S. AMOROSINO, *La "compressione" del governo tra infrastrutture strategiche energie rinnovabili e tutela del paesaggio* in Id., *La regolazione del mercato territorio*, Giappichelli, Torino 2023, p. 91ss.

⁹ R. DE NICTOLIS, *Commento all'art. 1* in F. CARINGELLA, G. DE MARZO, R. DE NICTOLIS e L. MARIOTTI, *L'espropriazione per pubblica utilità*, Milano 2007.

I riferimenti generali che precedono aiutano ad interpretare la formulazione del secondo periodo del comma 1 dell'art. 38 del nuovo Codice: *“La procedura [di localizzazione] del presente articolo si applica anche alle opere di interesse pubblico, ivi comprese quelle cui al decreto legislativo 3 aprile 2006, n. 152, se concernenti la concessione e la gestione di opere pubbliche, oppure la concessione di servizi pubblici con opere da realizzare da parte del concessionario”*.

Il legislatore delegato, dopo aver fatto riferimento onnicomprensivo alle opere private di interesse pubblico, ha esteso l'applicabilità della procedura di localizzazione *anche* alle opere “ambientali” comprese nella concessione e la gestione di opere pubbliche, oppure concernenti la concessione di servizi pubblici, con opere da realizzare da parte del concessionario.

Deve trattarsi, dunque, di opere “ambientali” di interesse pubblico, da realizzarsi nell'ambito di un rapporto concessorio di opere pubbliche o di servizi pubblici.

Nel primo caso si può pensare alla realizzazione di un tratto di linea tramviaria strumentale alla fruizione di un palazzetto dello sport, oggetto di concessione di costruzione e gestione.

Nel secondo caso viene alla mente la realizzazione di un depuratore o di un termovalorizzatore da parte del concessionario dello smaltimento dei rifiuti.

4. Il procedimento delineato dai commi 3-11 dell'art. 38 ha un *oggetto multiplo* perché riguarda, al contempo, l'approvazione del progetto di fattibilità tecnica ed economica dell'opera e la sua localizzazione.

Entrambi i profili formano oggetto di una conferenza di servizi in forma semplificata asincrona (art. 14 *bis* l. n. 241/1990), mediante lo scambio telematico di atti e documenti¹⁰.

¹⁰ G. PAGLIARI, *La conferenza di servizi semplificata in Codice dell'azione amministrativa*, a cura di

La disciplina dell'art. 38 del Codice dei contratti presenta alcune particolarità rispetto a quella "generale" delle conferenze di servizi, che, tuttavia, resta l'ancoraggio integrativo/interpretativo.

I due oggetti della conferenza – il progetto di fattibilità tecnico economica e la localizzazione (in caso di contrasto con la pianificazione urbanistica) – seguono, in taluni casi, percorsi in parte differenti.

Per alcuni tipi di opere di interesse statale il progetto di fattibilità deve essere inviato al Consiglio Superiore dei LL.PP. o al Provveditorato interregionale alle OO.PP. per l'espressione di un parere obbligatorio.

In pratica nel procedimento principale si apre un *subprocedimento*¹¹ ordinato all'espressione del parere. Tempi e fasi di tale *subprocedimento* sono disciplinati dai commi 4, 5 e 6 dell'art. 38, che indicano i termini, piuttosto ristretti, per l'eventuale richiesta di modifiche ed integrazioni al progetto, per la presentazione delle modifiche richieste e per l'espressione del parere.

Decorsi inutilmente i termini prefissati "*il parere si intende reso in senso favorevole*" (comma 5), in conformità al principio generale dell'art. 17 *bis* l. n. 241/1990. Il parere favorevole espresso dagli organi tecnici dei LL.PP. non preclude alle altre amministrazioni interessate, anche statali, di pronunciarsi sul progetto di fattibilità considerato che esso (ai sensi dell'art. 41, comma 6, del Codice) – oltre ad individuare "*la soluzione che esprime il rapporto migliore tra costi e benefici per la collettività*" – "*individua le caratteristiche, dimensionali, tipologiche, funzionali e tecnologiche dei lavori (rectius: dell'opera); – consente, ove necessario, l'avvio della procedura espropriativa; – contiene tutti gli elementi necessari per il rilascio delle autorizzazioni e approvazioni prescritte*".

In breve: il progetto di fattibilità contiene tutti gli elementi necessari e sufficienti perché le amministrazioni interessate possano e debbano esprimersi su di

M. A. Sandulli, Giuffrè, Milano 2017, p. 749 ss.

¹¹ M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Vol. II, Giuffrè, Milano 1993.

esso. Inoltre il progetto di fattibilità *“contiene sempre l’alternativa di progetto a consumo zero del suolo ai fini della rigenerazione urbana”* (comma 4).

Si tratta d’una disposizione di raccordo con la tematica della localizzazione ed in linea con la doverosa considerazione del suolo come risorsa ambientale scarsa.

Si deve, tuttavia, rilevare:

I) che un progetto *“a consumo zero di suolo”* è tecnicamente impraticabile e/o finanziariamente insostenibile per molte categorie di opere;

II) ch’è illogica e riduttiva la prescrizione giusta la quale il progetto *“a consumo zero”* del suolo deve essere finalizzato esclusivamente alla rigenerazione urbana.

Sub I esistono, moltissimi casi in cui è pregiudiziale verificare se sia possibile, o meno, realizzare l’opera senza consumo di suolo; nel caso di impossibilità se ne deve dare motivazione e procedere con la localizzazione.

Sub II il principio della riduzione del consumo di suolo si applica anche in contesti del tutto estranei ad interventi di rigenerazione di tessuti urbanizzati.

Probabilmente il legislatore s’è avventurato in un *“aggancio”* estemporaneo al tema, *“di moda”*, della rigenerazione.

Quanto al *modus procedendi* il comma 8 indica specificamente quattro ambiti tematici da esaminare prioritariamente nel corso della conferenza di servizi: *“l’assoggettabilità [del progetto] alla verifica preventiva dell’interesse archeologico e della VIA, ... tenuto conto delle preminenti esigenze di appaltabilità dell’opera e di certezza dei tempi di realizzazione, l’esito dell’eventuale dibattito pubblico, nonché per le opere pubbliche di interesse statale il parere”* (del Consiglio Superiore e dei LL.PP. o del Provveditorato interregionale per le OO.PP.) ove prescritto.

Il legislatore ha ritenuto tali aspetti di particolare rilievo ai fini dell’approvazione del progetto.

Ai pareri degli organi tecnici del Ministero delle Infrastrutture s’è già

accennato. Quanto al *dibattito pubblico*¹² (art. 40 del Codice) i suoi esiti, contenuti nella relazione conclusiva del responsabile del dibattito stesso, devono essere valutati dalla stazione appaltante o dall'ente concedente "ai fini dell'elaborazione del successivo livello di progettazione" (art. 40, comma 6), dunque formalmente non potrebbero incidere sull'approvazione del progetto di fattibilità; tuttavia non possono essere trascurati dal titolare dell'opera (che, altrimenti, rischia in sede giurisdizionale, censure per omessa considerazione di elementi rilevanti formalmente acquisiti al procedimento).

E' necessario, quindi, focalizzare l'attenzione sulla verifica dell'interesse archeologico e sulla VIA, tematiche entrambe inerenti ad interessi tutelati dalla Costituzione.

Nell'ambito della conferenza vengono svolte le verifiche preliminari di assoggettabilità, o meno, dell'opera alla specifica valutazione delle due tematiche. In caso di esito positivo delle verifiche preventive si procede alla valutazione di merito del potenziale impatto del progetto – rispettivamente – sui "giacimenti" archeologici e sul sistema ambientale dell'area interessata.

Dal comma 8 dell'art. 39 si deduce che, anche in questo caso, si aprono nel procedimento due *subprocedimenti*, che possono qualificarsi di *accertamento*. Quello relativo alla consistenza e localizzazione dei siti archeologici è previsto dall'articolo 41, comma 4, del Codice ed è minutamente disciplinato dall'Allegato I.8. al Codice stesso.

Quello di VIA è disciplinato dagli artt. 19 e seguenti del Codice dell'Ambiente (d.lgs.n. 152/2006).

La VIA, statale e regionale, costituisce – ove ne sussistono i presupposti – una

¹² G. SCIULLO, *Commento all'art. 40* in AA.VV. *Commentario breve alle leggi in materia di urbanistica ed edilizia*, a cura di R. FERRARA E G. F. FERRARI, Wolters Kluwer, Milano 2023, (pubblicato in forma elettronica)

fase prioritaria del procedimento ambientale unico¹³, *statale* (Procedimento Unico Ambientale) o *regionale* (PAUR), nei casi in cui il richiedente richieda anche il rilascio di specifiche autorizzazioni (ad esempio: l’Autorizzazione Integrata Ambientale – AIA o l’autorizzazione paesaggistica).

I due subprocedimenti ordinati alla tutela dei richiamati interessi costituzionali – archeologici ed ambientali – procedono, ovviamente, in parallelo: sono gestiti, da un lato, dalla Soprintendenza competente per territorio e dall’altro dalla Commissione VIA “ordinaria” e si concludono, rispettivamente, con la “relazione archeologica” definitiva e con il parere della Commissione VIA.

Nell’Allegato I.8., il termine per la presentazione della “relazione archeologica” è stabilito in novanta giorni.

L’art. 1, comma 8, dell’Allegato I.8. predetermina tre *situazioni tipo* individuabili sotto il profilo archeologico:

- a) contesti in cui lo scavo strategico esaurisce l’esigenza di tutela (in pratica: non sono stati rinvenuti reperti significativi);
- b) contesti che *non* evidenziano reperti leggibili come complesso strutturale unitario; rispetto ai reperti “sparsi” rinvenibili sono possibili interventi di reintegro, smontaggio, rimontaggio e musealizzazione;
- c) complessi unitari, la cui conservazione deve essere assicurata nel contesto, mediante l’integrale mantenimento in sito. In questo caso il compendio individuato deve essere assoggettato a vincolo archeologico recante le specifiche prescrizioni di tutela (dunque, per riprendere un’espressione gergale, coniata originariamente per i vincoli paesaggistici, dev’essere un vincolo “vestito” e non “nudo”, limitato – cioè – alla mera dichiarazione d’interesse pubblico).

Sul “versante ambientale” il subprocedimento si conclude con il parere della

¹³ S. AMOROSINO, *Semplificazioni procedurali “frenate” e a geometria variabile: il PUA (provvedimento unico ambientale) ed il PAUR (provvedimento autorizzatorio regionale)*, in Riv. Giur. Urb. n. 4/2021.

Commissione statale o regionale. La relazione archeologica ed il parere tecnico della Commissione VIA vengono “versati” nel sito della conferenza e resi conoscibili alle altre amministrazioni.

Qualora si sia svolto il dibattito pubblico altrettanto avviene per la relazione conclusiva di esso. In questo caso, per il principio di economicità e non duplicazione dell’azione amministrativa, “è escluso il ricorso all’inchiesta pubblica a ad altra forma di consultazione del pubblico” (comma 8, ultimo periodo).

5. Il modello della fase decisoria del procedimento di localizzazione è diverso da quello previsto in generale, per la conferenza semplificata, dall’art. 14 *bis*, comma 5, della legge n. 241/1990, giusta il quale in caso di dissensi “che non ritenga superabili l’amministrazione procedente adotta ... la determinazione negativa di conclusione della conferenza”.

In tema di opere pubbliche o di interesse pubblico il fine primario è la loro realizzazione. Di conseguenza il comma 11 dell’art. 38 del “Codice” prevede che “in caso di dissenso o non completo assenso” le amministrazioni o enti dissenzienti “non possono limitarsi ad esprimere contrarietà alla realizzazione delle opere o degli impianti, ma devono, tenuto conto delle circostanze del caso concreto, indicare le prescrizioni e le misure mitigatrici che rendano compatibile l’opera e possibile l’assenso, valutandone altresì i profili finanziari. Tali prescrizioni sono determinate conformemente ai principi di proporzionalità, efficacia e sostenibilità finanziaria dell’intervento risultante dal progetto originariamente presentato. Le disposizioni di cui al primo e secondo periodo si applicano, senza deroghe, a tutte le amministrazioni comunque partecipanti alla conferenza in materia urbanistica, paesaggistica, archeologica e del patrimonio culturale”.

Come si vede non è consentito alle amministrazioni dissenzienti attestarsi sulla c.d. *opzione zero*, cioè la non realizzazione dell’opera, ma il dissenso dev’essere

realmente ed efficacemente *costruttivo*, non può – quindi – essere strumentalmente ostativo, cioè recante un *sovraccarico* sproporzionato di prescrizioni (*overload* regolatorio) che di fatto rendono impossibile o costosissima la realizzazione dell'opera o ne pregiudicano la funzionalità o l'economicità dell'operatività.

A questo fine il "Codice" contiene una prescrizione articolata, concernente i *parametri doverosi* della "costruttività", che si presenta come un'articolazione del principio di (leale) collaborazione tra amministrazioni e tra cittadino ed amministrazione.

In sequenza logica:

I) la valutazione critica dell'amministrazione dissenziente deve essere riferita al caso concreto (non sono dunque ammissibili *pregiudiziali* negatorie circa la pretesa incompatibilità di una determinata categoria di opere – ad esempio: gli impianti eolici, che sono di pubblica utilità ex art. 12 del d.lgs. n. 387/2003 – con la tutela del paesaggio; oppure della localizzazione di un tipo di opere, le discariche, con l'indirizzo generale di una determinata amministrazione in tema di contenimento dei rifiuti);

II) le misure mitigatrici indicate per rendere compatibile l'opera (*rectius*: non solo l'opera in sé, ma, prima, ovviamente, la sua localizzazione in uno specifico contesto) devono essere effettivamente indispensabili, ragionevoli (*proporzionali*) e finanziariamente sostenibili;

III) l'obbligo di "costruttività" vale per "*tutte le amministrazioni effettivamente partecipanti alla conferenza in materia urbanistica, paesaggistica, archeologica e del patrimonio culturale*" (*rectius*: degli altri tipi di beni culturali diversi da quelli archeologici).

L'obbligo di partecipazione alla conferenza comporta l'inammissibilità delle posizioni espresse dalle amministrazioni interessate "*al di fuori*" della conferenza stessa, pur se convocata in modalità asincrona.

Sono quindi *inammissibili* le posizioni espresse anteriormente alla

convocazione della conferenza *asincrona* o successivamente alla data indicata per la sua conclusione o che ignorano le acquisizioni, nel corso della conferenza, di modifiche del progetto, diramate in via telematica.

Che la conferenza prevista dall'art. 38 del "Codice" sia *asincrona* non significa che alle amministrazioni interessate sia consentito esprimersi "con il paraocchi", ignorando le possibili "evoluzioni" sostanziali del progetto, sopravvenute nel corso della conferenza. Ciò alla luce del fatto che l'amministrazione procedente deve assicurare l'*intercomunicazione* degli atti "versati" nella conferenza.

La valutazione circa la "costruttività" *ad meliorandum* (e, quindi, l'*ammissibilità*) o, invece, la "non costruttività" (e, quindi, l'*inammissibilità*) delle prospettazioni delle amministrazioni dissenzienti è *compito e responsabilità* della stazione appaltante o dell'ente concedente, i quali hanno un *obbligo di risultato*: la realizzazione dell'opera.

A fronte di eventuali dissensi irragionevoli/ostruzionistici essi hanno, quindi, il *dovere* di evitare situazioni di stallo.

Ciò in quanto il comma 10 dell'art. 38, ai fini dell'approvazione del progetto presuppone che sia stata raggiunta l'intesa *almeno "tra gli enti territoriali interessati anche al fine della localizzazione dell'opera, della conformità urbanistica e paesaggistica dell'intervento, della risoluzione delle interferenze e delle relative opere mitigatrici e compensative"*.

Nulla dispone il comma 10 per il caso in cui *non* venga raggiunta l'intesa con tali enti.

Per superare questa *aporia* le amministrazioni appaltanti o concedenti devono procedere in modo flessibile e progressivo, in ossequio al principio di leale collaborazione tra amministrazioni (principio che, nella giurisprudenza costituzionale, si sostanzia - come s'è accennato - in una "*procedimentalizzazione del conflitto*, mediante "*steps*" successivi).

6. In concreto in vista della conclusione della conferenza – facendo uso della

flessibilità loro riconosciuta ed in funzione del risultato dell'approvazione del progetto – le amministrazioni precedenti devono “individuare” e qualificare come inammissibili le prospettazioni in fatto incompatibili con la realizzabilità tecnica e finanziaria dell'opera, in quanto contrastanti con i soprarichiamati parametri normativi che delimitano l'ambito della costruttività delle prospettazioni stesse; devono, poi, comunicare tale valutazione di inammissibilità alle amministrazioni “di riferimento”, invitandole, entro un termine ridotto, a rendere le loro posizioni compatibili con la realizzabilità dell'opera, non essendo ammessa l'“opzione zero”.

In caso di mancata adesione all'invito, per sbloccare la situazione, possono procedere – come è previsto dall'art. 14 *bis*, comma 7, della legge n. 241/1990 – a convocare, a brevissimo termine, una nuova conferenza di servizi in forma simultanea ed in modalità sincrona, avente come specifico oggetto l'esame, “nel merito”, dei dissensi residui.

La conferenza di servizi sincrona si “innesta” senza soluzione di continuità su quella asincrona, facendo salvi tutti gli atti del procedimento (principio di economicità dell'azione amministrativa)¹⁴. La sua convocazione deve essere motivata a fini compositivi e mediatori.

A conclusione di questa ulteriore fase, l'amministrazione appaltante o concedente, ove permangano i dissensi deve procedere, ai sensi dell'art. 14 *ter*, comma 7, ad adottare la determinazione conclusiva sulla base delle posizioni prevalenti¹⁵, da ultimo cristallizzate disattendendo motivatamente le posizioni non costruttive. La locuzione “posizioni prevalenti” è un concetto di non agevole interpretazione. Escluso il criterio della prevalenza “numerica” viene in rilievo quello *qualitativo* – correlato al rilievo, anche costituzionale, degli interessi rappresentati dalle amministrazioni “oppositive” – che deve essere applicato ponderandone l'effettiva rilevanza in ciascun caso specifico (giusta l'indicazione metodologica della

¹⁴ P. M. VIPIANA, *L'attività amministrativa*, Giappichelli, Torino 2017, p. 430 ss

¹⁵ G. B. CONTE, *I lavori della conferenza di servizi*, in *Codice dell'azione amministrativa* cit..

giurisprudenza amministrativa).

Nell'accennato scenario l'obbligo del dissenso costruttivo, affermato con nettezza del "Codice", contribuisce notevolmente a semplificare le ponderazioni in quanto il parametro non è costituito dalla ragionevolezza e proporzionalità della posizione ostativa riferita al singolo interesse tutelato, ma è costituito dalla verifica se l'amministrazione dissenziente si sia fatta effettivamente carico di considerare e ponderare anche l'interesse pubblico primario della realizzazione della specifica infrastruttura (in primo luogo per quanto riguarda la sua localizzazione).

In parole semplici: l'amministrazione dissenziente (anche di tutela di un interesse sensibile)¹⁶ non è più tenuta – come riteneva una superata giurisprudenza riferita al paesaggio – a considerare *esclusivamente* l'interesse da essa tutelato, ma deve – per stringente obbligo di legge – valutare e proporre una composizione con l'interesse alla realizzazione dell'opera pubblica o di interesse pubblico¹⁷.

Sandro Amorosino

*già Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università di Roma La Sapienza*

¹⁶ P. M. VIPIANA, *Considerazioni in tema di interessi sensibili* in *Diritto e processo amministrativo – Giornate di studio in onore di Enrico Follieri*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 2019, Tomo I, p. 155 ss.

¹⁷ E. FOLLIERI, *Interessi cosiddetti sensibili e interessi economici* in www.giustamm.it 2016, n. 7.

PARTE II

I MERCATI DIGITALI, TUTELA DEI CONSUMATORI E SOSTENIBILITÀ

AI ACT E GIUSTIZIA DIGITALE *

(AI Act and Digital Justice)

ABSTRACT: *Il tema dell'impiego delle tecnologie abilitanti in ambito giudiziario (cui ci si riferisce a livello internazionale con la diffusa espressione "digital justice") sta acquisendo uno spazio sempre maggiore nel dibattito pubblico: uno spazio che ha ormai travalicato i confini degli studi accademici. Una delle ragioni della crescente rilevanza che il tema in discorso ha acquisito sta anche nella circostanza che la digital justice è espressamente presa in considerazione nell'ambito del recentissimo Regolamento (UE) 2024/1689 del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (AI Act), pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 12 luglio 2024. A fronte di tale contesto e al fine di una prima valutazione delle scelte compiute dall'AI Act, si svolge qualche breve considerazione a proposito delle opportunità e dei rischi correlati all'impiego di strumenti tecnologici (in particolare, algoritmici e di intelligenza artificiale) nell'attività giurisdizionale con un'attenzione particolare alla eventualità che un tale impiego abbia a che fare con il processo decisionale in senso stretto.*

The topic of the use of enabling technologies in the judiciary (referred to internationally by the widespread expression "digital justice") is gaining increasing space in the public debate: a space that has now transcended the boundaries of academic studies. One of the reasons for the growing relevance the topic in question has acquired lies also in the circumstance that digital justice is expressly taken into account within the very recent Regulation (EU) 2024/1689 of June 13, 2024

* Contributo approvato dai revisori.

Le opinioni espresse in questo contributo sono attribuibili esclusivamente all'autrice e non riflettono la posizione della Corte costituzionale, di cui l'autrice è componente.

establishing harmonized rules on artificial intelligence (AI Act), published in the Official Journal of the European Union on July 12, 2024. Against this backdrop and for the purpose of an initial assessment of the choices made by the AI Act, a few brief remarks are made regarding the opportunities and risks related to the use of technological (in particular, algorithmic and artificial intelligence) tools in judicial activity with a focus on whether such use has anything to do with decision-making in the narrow sense.

1. Il tema dell'impiego delle tecnologie abilitanti in ambito giudiziario (cui ci si riferisce a livello internazionale con la diffusa espressione “*digital justice*”) sta acquisendo uno spazio sempre maggiore nel dibattito pubblico: uno spazio che ha ormai travalicato i confini degli studi accademici. Ne è sufficiente conferma la circostanza che, solo nei primi sei mesi del 2024, la “giustizia digitale” è stata lo specifico oggetto, nell'ambito del G7, di un incontro a Venezia che ha visto confrontarsi i Ministri della giustizia dei Paesi coinvolti, nonché, nell'ambito del G20, di un meeting a Rio de Janeiro che ha riunito i Presidenti delle Corti supreme e costituzionali operanti negli Stati membri.

Tanto interesse sul piano internazionale si spiega in ragione del fatto che - a fronte di soluzioni applicative (anche algoritmiche e di *Artificial Intelligence*, cd. AI), che l'incessante sviluppo tecnologico ha ormai reso concretamente utilizzabili nel contesto giudiziario – in alcuni ordinamenti sono state già compiute precise scelte in favore di una “digitalizzazione spinta”, mentre in altri, fra cui l'Italia, non si è ancora scelto l'approccio da seguire, anche alla luce di non pochi dubbi e riserve quanto all'impiego di tecnologie abilitanti nel settore della giustizia.

Quello che fino a pochi anni fa sembrava uno scenario puramente futuribile è, di conseguenza, divenuto un argomento chiave delle agende degli organismi

internazionali. E ciò anche perché si tratta di un argomento che, presentando forti implicazioni a livello globale e evidenti interazioni con altri temi oggi centrali nel dibattito internazionale, impone una progettazione complessiva di soluzioni adeguate sotto molteplici profili.

In termini più espliciti, se una delle più “attraenti promesse” della digitalizzazione è senz’altro quella di contribuire ad aumentare l’inclusione sociale e di facilitare l’accesso alla giustizia, bisogna essere consapevoli del fatto che ciò sarà possibile solo se le tecnologie abilitanti saranno ben governate e gestite in modo corretto. In caso contrario, gli strumenti tecnologici potrebbero condurre, invece, ad un incremento dell’esclusione, soprattutto nei confronti di individui e gruppi vulnerabili in termini di età, competenze tecnologiche e disponibilità di dispositivi tecnologici.

Parimenti, è indispensabile prestare davvero molta attenzione a tutti i limiti che le tecnologie abilitanti portano con sé per quanto riguarda *explainability* ed *accountability* di quanto prodotto (specie se si parla di “decisioni”) dai sistemi di AI. Sotto questo profilo, è indispensabile trovare soluzioni adeguate, pena l’alta probabilità di generare l’effetto opposto a quello desiderato, *in primis* in termini di fiducia nella giustizia. Forse meno evidente, ma anch’essa esistente e reale, è poi la relazione tra digitalizzazione e sviluppo sostenibile, in quanto non tutte le tecnologie abilitanti producono lo stesso impatto sull’ambiente (ad esempio, in termini di emissioni globali): e quando si sceglie, a livello ordinamentale o comunque istituzionale, di adottare nuove soluzioni e strumenti tecnologici, anche questo tipo di impatto deve essere valutato in modo accurato.

Accanto alla crescente rilevanza che nell’oggi il tema in discorso ha acquisito nelle agende internazionali, occorre anche mettere in luce che la *digital justice* è espressamente presa in considerazione nell’ambito del recentissimo Regolamento (UE) 2024/1689 del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza

artificiale (AI Act), pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 12 luglio 2024.

A fronte dell'appena descritta situazione di contesto e anche al fine di una prima valutazione delle scelte compiute dall'AI Act, mi sembra dunque opportuno svolgere qualche breve considerazione a proposito delle opportunità e dei rischi correlati all'impiego di strumenti tecnologici (in particolare, algoritmici e di intelligenza artificiale) nell'attività giurisdizionale con un'attenzione particolare alla eventualità che un tale impiego abbia a che fare con il processo decisionale in senso stretto.

2. Vorrei partire da una premessa: come è naturale, la giustizia digitale si inserisce nell'ambito della digitalizzazione dello Stato e di tutta l'attività amministrativa (l'espressione "Stato digitale" è stata di recente utilizzata da Luisa Turchia in una sua pubblicazione monografica intitolata "Lo Stato digitale. Una introduzione", Bologna, 2023). Non vanno, tuttavia, sottovalutate le rilevanti differenze intrinseche sussistenti fra l'attività giurisdizionale e tutte le altre attività svolte dallo Stato.

Senza voler giungere a negare la possibilità di utilizzare le tecnologie abilitanti "nei" e "per i" procedimenti giudiziari, pare indispensabile però rendersi conto che la giustizia digitale è una trasformazione radicale, che richiede particolari cautele e piena consapevolezza del fatto che qualsiasi scelta in tale ambito deve essere effettuata in modo che sia garantito un "giusto processo digitale".

Se si passano in rassegna gli obiettivi che, nel corrente dibattito, vengono ritenuti perseguibili per il tramite della digitalizzazione – e mi riferisco principalmente alla maggiore efficienza e velocità dei procedimenti, al risparmio di risorse (economiche e umane), alla gestione di situazioni emergenziali (quali quella

provocata dalla pandemia da Covid 19), sinanche alla maggiore prevedibilità giuridica (soprattutto per quanto riguarda l'utilizzo di tecniche algoritmiche da parte di avvocati e giudici) -, non v'è dubbio che si tratti di obiettivi apprezzabili. Parimenti è certo, tuttavia, che i medesimi debbano essere perseguiti nel rispetto dei tratti distintivi del "giusto processo" e delle relative garanzie costituzionali (imparzialità, autonomia, indipendenza dei giudici; discrezionalità interpretativa dei giudici coniugata con l'obbligo di motivazione; diritto di difesa e garanzie del contraddittorio).

In altre parole, nell'approcciarsi a scegliere se e in che modo fare uso di tecnologie abilitanti nell'attività giudiziaria, occorre, innanzitutto, sgombrare il campo dal rischio – non del tutto assente nel corrente dibattito - che il processo venga “ridotto” a un compito da portare a termine nel modo più efficiente ed economico possibile, così smarrendone la portata di un insieme complesso di interazioni, che coinvolge le relazioni umane tra le parti, le considerazioni etiche nel processo decisionale, i giudizi di valore e il consenso sociale espresso da coloro che giudicano.

In questa prospettiva, risulta quindi un po' superficiale tracciare una distinzione troppo netta – come pure è stato fatto nell'ambito di alcune opinioni che sono già state espresse sul tema - tra l'uso della tecnologia nell'organizzazione giudiziaria (percepita come del tutto priva di rischi) e l'applicazione di strumenti di AI per il processo decisionale del giudice, fino al punto estremo del processo decisionale robotizzato. Si tratta certamente di usi molto diversi delle tecnologie abilitanti, ma è il concetto stesso di giustizia digitale a farci porre su un terreno scivoloso ove è necessaria la massima cautela.

E' questo, del resto, il condivisibile approccio adottato sul punto in Europa con il recente AI Act, su cui tornerò fra poco, dopo avere allargato lo sguardo a qualche esperienza particolarmente interessante già compiuta in alcuni ordinamenti stranieri

(in particolare, in Francia e nel Regno Unito) e speso qualche parola sullo stato dell'arte in Italia.

3. Nell'ordinamento francese, è possibile individuare un punto di partenza per la riflessione contemporanea sulla giustizia predittiva: si tratta della legge n. 2016-1321 del 7 ottobre 2016 (legge per una Repubblica digitale). In assenza di definizioni legislative, la dottrina ha cercato di enucleare il perimetro e le implicazioni di questo fenomeno. È rivelatore della presenza di importanti dubbi e dissensi il fatto che sia stato altresì proposto l'uso di formule alternative, quali «giustizia prevedibile» e «predizione giudiziaria per mezzo di algoritmi». Per evitare di suscitare l'impressione di una sopravvalutazione del ruolo dell'intelligenza artificiale, in un parere del 2022 la Commissione consultiva nazionale per i diritti dell'uomo (*Commission nationale consultative des droits de l'homme*) ha invitato a ragionare di «sistemi algoritmici di aiuto alla decisione [giurisdizionale]».

Se dalle formule definitorie si passa al loro contenuto, anche in questo caso è inevitabile notare qualche incertezza. La giustizia predittiva viene definita come un insieme di strumenti di analisi della giurisprudenza e degli atti di parte, basata sul ricorso a banche dati e ad algoritmi di ordinamento. Adoperando tali strumenti, si mira a formulare previsioni sulla giurisprudenza futura oppure, in modo più mirato, sul probabile esito di una specifica controversia. L'utilizzo dell'intelligenza artificiale è funzionale a prevedere il contenuto – ed eventualmente gli argomenti – della decisione del giudice; ciò non significa, però, che la decisione in quanto tale venga delegata all'intelligenza artificiale (in questo senso, la giustizia predittiva quantitativa si differenzia dalla giustizia predittiva cognitiva, in cui il caso viene deciso da una macchina «secondo un ragionamento umano sviluppato dall'intelligenza artificiale. In questo caso, la giustizia predittiva si sostituisce all'uomo, provocando la nascita di un “giudice-robot”»: in questi termini M.-C. LASSERRE, *L'intelligence artificielle au*

service du droit: la justice prédictive, la justice du futur?, in Les Petites Affiches, 30 giugno 2017, p. 6 ss.). Come si è detto sopra, la Commissione consultiva nazionale per i diritti dell'uomo ha suggerito l'uso della locuzione «sistemi algoritmici di aiuto alla decisione»: tale locuzione è stata da molti autori letta come comprensiva non solo dell'aiuto offerto da questi sistemi al giudice, quanto alle parti e ai loro avvocati, che possono così disporre di dati attendibili sulle probabilità di successo di determinate azioni e delle argomentazioni che possono venire utilizzate a sostegno. Ciò, secondo taluni, contribuirebbe ad accrescere la fiducia nella giustizia, poiché le decisioni potranno essere depurate della loro componente di imponderabilità e i giudici saranno liberati da compiti ripetitivi o meno complessi, il tutto a vantaggio di una giustizia più rapida, sicura ed efficace.

Nel Regno Unito, le nuove tecnologie – e, più specificamente, l'intelligenza artificiale – stanno avendo impatti che vanno oltre la mera dematerializzazione degli atti o lo svolgimento online dei processi. La prassi e la giurisprudenza hanno, in effetti, già iniziato a misurarsi con iniziative, non esenti da profili problematici, di *predictive policing*, di *predictive coding* e di ricorso all'intelligenza artificiale per la redazione degli atti di parte nel processo. La *predictive policing* – vale a dire l'utilizzo, da parte delle forze di polizia, di tecniche analitico-quantitative, per individuare i possibili luoghi in cui potrebbero essere commessi crimini (c.d. *place-based predictive policing*) o gli individui o i gruppi che potrebbero commetterli (c.d. *person-based predictive policing*) – non è certamente un fenomeno limitato al Regno Unito, essendo diffusa, seppur in misura variabile, sia in altri ordinamenti europei, sia negli Stati Uniti.

Nell'ambito del processo civile, le nuove tecnologie sono state invece utilizzate con l'obiettivo di semplificare la fase di analisi (*inspection*) delle prove: si tratta del c.d. *predictive coding*, cioè l'utilizzo di tecnologie finalizzate all'analisi del contenuto di documenti generati o trasformati in formato elettronico. Attraverso il *predictive*

coding, l'esame dei documenti è condotto in modo interamente automatizzato, con una successiva revisione manuale di alcuni documenti selezionati a campione.

La legittimità del ricorso a questa prassi è stata vagliata dalla giurisprudenza inglese in un noto caso (*Pyrrho Investments Limited v MWB Property Limited*) con riguardo al quale è stato chiesto alla *High Court* di consentire alle parti, alla luce dell'elevato numero di documenti elettronici da analizzare, di utilizzare un software con finalità di *predictive coding*. Dopo aver rilevato la novità delle questioni sollevate dal caso e aver esaminato le modalità di funzionamento del modello di *predictive coding* proposto dalle parti, la Corte ha reputato la pratica ammissibile, fondando la propria decisione su una serie di elementi: l'esistenza di alcuni precedenti giurisprudenziali di altre Corti negli Stati Uniti e in Irlanda che hanno ammesso l'utilizzo del *predictive coding* (nel caso irlandese anche in assenza di un accordo tra le parti); il cospicuo numero di documenti da esaminare; i costi e i rischi di un'analisi condotta con metodo tradizionale, che non solo risulterebbe particolarmente costosa, ma presenterebbe anche forti rischi di errori e incongruenze, dovute al necessario coinvolgimento di numerosi analisti che applicherebbero diversamente i criteri per valutare l'effettiva rilevanza dei documenti.

L'appena citata pronuncia, quindi, pur chiarendo che la possibilità di ricorrere al *predictive coding* dipende dalle circostanze specifiche di ciascun caso, assume un rilievo particolare, ammettendo per la prima volta in UK la legittimità dell'utilizzo di tali tecniche per la fase di ispezione documentale.

Sempre nel Regno Unito, inoltre, anche sulla scorta di esperienze come quella del *Traffic Penalty Tribunal*, sono emersi tentativi di introdurre, almeno per le controversie civili di minor valore, regimi di *online dispute resolution*, che però non sembrano aver avuto, almeno per il momento, un'ampia diffusione.

Si tratta di fenomeni, peraltro, che presentano opportunità ma anche rischi, di cui l'ordinamento giudiziario inglese appare consapevole, tanto da aver

recentemente indotto il *UK Courts and Tribunals Judiciary* a pubblicare una guida per i magistrati sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale (*Guidance for Judicial Office Holders on Use of Artificial Intelligence*). Nel documento, si evidenzia l'importanza dell'AI per il lavoro delle corti e dei tribunali, offrendo esempi di suoi possibili utilizzi (per esempio, per riassumere testi o per redigere documenti, e-mail e memo). Si fissano, inoltre, sette principi che dovrebbero guidare l'utilizzo di tali tecnologie da parte dei magistrati: (i) una comprensione, almeno basilare, delle capacità e dei limiti dell'intelligenza artificiale, (ii) la garanzia della riservatezza delle informazioni, (iii) la necessità di verificare l'accuratezza delle informazioni generate dall'intelligenza artificiale, (iv) la consapevolezza dei pregiudizi che possono caratterizzare tali tecnologie, (v) l'esigenza di mantenere adeguati standards di sicurezza informatici, (vi) la necessità di assumersi la paternità dei documenti firmati, (vii) la consapevolezza del fatto che anche gli avvocati e gli altri soggetti coinvolti in un processo (ad esempio i consulenti e gli *expert witness*) possono ricorrere all'ausilio di queste tecnologie.

Per quanto riguarda, invece, l'esperienza italiana, va rilevato che sino a questo momento sono stati compiuti dei passi unicamente nell'ambito della digitalizzazione del processo, peraltro con stadi di sviluppo diversi a seconda del tipo di giurisdizione. Per il processo penale la digitalizzazione è ancora molto limitata (per la necessità di rispettare i principi di oralità, immediatezza e contraddittorio, che sono caratteristiche imprescindibili), mentre i procedimenti civili e amministrativi sono caratterizzati da un livello di digitalizzazione abbastanza avanzato (che ha coinvolto pure la Corte di Cassazione). Anche nei procedimenti costituzionali, nel 2021 sono stati compiuti passi importanti verso la completa digitalizzazione delle fasi processuali documentali, adottando modalità operative molto simili a quelle della Corte di giustizia europea (il sistema Italiano e-Cost è, infatti, simile al sistema e-Curia).

Uno dei fattori di accelerazione della digitalizzazione della funzione giudiziaria è senz'altro da rinvenirsi nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) - che ogni Stato membro dell'UE ha dovuto attuare in relazione al programma di finanziamento UE Next Generation -, nel cui ambito la *digital justice* occupa un ruolo preminente. E, nel nostro Paese, proprio con riferimento alle implicazioni connesse all'attuazione del PNRR nel settore della giustizia, il dibattito sui pro e i contro di un uso più pervasivo delle tecnologie algoritmiche è uscito dal contesto accademico coinvolgendo anche gli operatori del settore, trovando peraltro ulteriore stimolo nella recente approvazione in Europa dell'AI Act al quale più sopra ho già fatto cenno e su cui svolgerò ora qualche primissima considerazione.

4. Come è ben noto, dopo un lungo periodo di gestazione, è finalmente stato adottato il Regolamento Europeo sull'Intelligenza Artificiale (AI Act), che si presenta come una normativa:

- i) orizzontale, in quanto applicabile ai modelli di AI in ogni settore del mercato interno europeo e riguardante sia soggetti pubblici sia soggetti privati;
- ii) basata sul rischio, mirando a ridurre al minimo i rischi derivanti dalla produzione e dall'uso di sistemi di AI al fine di proteggere i diritti fondamentali della persona dei cittadini europei, in conformità con i valori fondamentali dell'Unione e, in particolare, con il principio del cd. *human-centrism*.

Nella scelta tra una regolazione che interviene successivamente all'occorrere di eventi dannosi e una regolazione che interviene prima che i danni si verifichino, in Europa si è scelta la seconda via e la si è costruita utilizzando il modello della regolazione del rischio.

Seguendo questo approccio, e quindi in base all'intensità dei rischi correlati, il Regolamento europeo identifica tre categorie di sistemi di AI: quelli che presentano un rischio inaccettabile; quelli che presentano un rischio elevato; quelli che

presentano un rischio basso o minimo. I primi sono soggetti a un regime di divieto (salvo deroghe esplicite); i secondi sono soggetti a una disciplina puntuale che prevede requisiti e obblighi specifici; per gli ultimi, infine, sostanzialmente nulla è previsto.

La consapevolezza europea dei potenziali rischi correlati alla *digital justice* ha portato all'inclusione, tra i sistemi ad alto rischio elencati nell'*Annex III* dell'*AI Act*, di una gamma molto ampia di applicazioni di AI utilizzabili nel settore giudiziario. Più precisamente, all'articolo 8, rubricato "*Administration of justice and democratic processes*" ("Amministrazione della giustizia e processi democratici"), la lettera a) menziona gli "*AI systems intended to be used by a judicial authority or on their behalf to assist a judicial authority in researching and interpreting facts and the law and in applying the law to a concrete set of facts, or to be used in a similar way in alternative dispute resolution*" ("i sistemi di AI destinati a essere utilizzati da un'autorità giudiziaria o per suo conto per assistere un'autorità giudiziaria nella ricerca e nell'interpretazione dei fatti e del diritto e nell'applicazione del diritto a una serie concreta di fatti, o a essere utilizzati in modo analogo nella risoluzione alternativa delle controversie").

La scelta europea di qualificare come altamente rischioso ogni sistema di AI utilizzato nel settore giudiziario è totalmente condivisibile perché consente lo sviluppo di tecnologie abilitanti, al contempo però imponendo che le medesime rispondano a ben precisi criteri di controllo e a garanzie. Non vi è dubbio, infatti, che tutti gli utilizzi dell'intelligenza artificiale in ambito giudiziario richiedano elevate cautele perché comportano numerosi rischi anche in ragione del fatto che si tratta pur sempre di "prodotti commerciali" che vengono acquistati da terze parti; così come è indubitabile che occorra riflettere sulla qualificazione giuridica dei vari possibili impieghi di sistemi di AI in un processo.

Fra i rischi che risultano più significativi si possono menzionare quelli attinenti a errori nella progettazione, nell'addestramento e nel funzionamento degli algoritmi che, unitamente alla scarsa qualità dei dati, possono portare a decisioni discriminatorie (e spesso la discriminazione avviene in modo indiretto risultando assai più difficile da smascherare).

Non va, inoltre, trascurata la circostanza che i fornitori di soluzioni tecnologiche avanzate sono ancora un numero molto ridotto a livello globale e questo genera un forte rischio di *third-dependency* anche per quanto concerne gli operatori del sistema giudiziario. E, ancora, non va sottovalutato che pure nel caso di semplici strumenti tecnologici che supportano la decisione del giudice e non la sostituiscono, può verificarsi il cosiddetto *automation bias* (cioè la difficoltà per un giudice di discostarsi da una soluzione che uno strumento di AI suggerisce come la più adatta a un caso concreto).

Nella prospettiva dello sviluppo di sistemi di AI in ambito giudiziario, fondamentale è quindi innanzitutto una precisa e ponderata analisi *risk-based* circa le varie forme di impiego della tecnologia che possono essere impiegate a supporto della funzione giurisdizionale e del loro rapporto con le garanzie costituzionali che in tale ambito operano.

A questo scopo, è prioritario accrescere la consapevolezza fra tutti gli operatori del diritto (a partire dal legislatore) delle caratteristiche delle tecnologie abilitanti ma anche dei loro limiti e, più in generale, dei rischi che l'ingresso nel processo di strumenti di questo tipo può comportare per i diritti della persona e per le garanzie costituzionali. Parimenti fondamentale, come peraltro previsto dall'AI Act per tutti i sistemi ad alto rischio, è sviluppare adeguate capacità istituzionali in termini di governance, tecniche e di gestione del rischio: solo in questo modo si potranno cogliere le grandi opportunità che la digitalizzazione offre, garantendo al contempo il pieno rispetto delle caratteristiche di un "giusto processo digitale".

Come si è detto, i problemi aperti dalla intelligenza artificiale in ambito giuridico sono pressoché infiniti, ma, anche nell'ottica di dare adeguata attuazione alle prescrizioni contenute nell'AI Act, è forse possibile operare delle semplificazioni, se ci si pone nei termini di un'etica procedurale, più che altro votata a svelare con specifiche domande i punti di maggiore criticità.

Un primo snodo essenziale è il seguente: si può convenire sul fatto che la dignità della persona implica sempre, in sede giurisdizionale, il diritto a essere giudicato da un essere umano (è in fondo la garanzia dell'*habeas corpus*) e non da sistemi di AI, ritenendo che questi possano essere utilizzati solo nell'ambito amministrativo della giustizia o comunque solo a supporto e non in sostituzione del giudice? E ciò anche perché lo *statistical machine learning* basato sui precedenti esclude la possibilità dell'*overruling*, che invece è una possibilità fondamentale nella funzione giurisdizionale.

In modo analogo, particolare attenzione va prestata a tutte le situazioni in cui dignità umana e principio di non discriminazione vengono fortemente in rilievo: in ognuno di tali casi, il dilemma circa l'uso dell'AI difficilmente sembrerebbe poter essere sciolto se non ritenendone preclusa l'applicazione.

In ogni caso, il punto cruciale è quello relativo alla responsabilità umana, che dovrebbe essere salvaguardata come ultima istanza di imputabilità.

Una volta assegnata all'AI valenza di *non-binding opinion*, sarà, ad esempio, importante prestare attenzione alla disciplina delle responsabilità legali in capo all'uomo che da tale *non-binding opinion* si discosti; ad esempio se venisse imposta l'inversione dell'onere della prova, il *non-binding* tenderebbe a diventare nei fatti *binding*.

L'appena suggerita distinzione fra tipologie di casi d'uso dell'AI in funzione del differente rilievo che in essi assume la dignità umana e il principio di non discriminazione riporta, tuttavia, all'ulteriore e assai delicato problema di verificare la

solidità del criterio distintivo fra ciò che è vietato e ciò che è consentito: una verifica da compiersi necessariamente, anche nella nuova cornice dell'AI Act, alla stregua dell'adeguatezza del criterio rispetto alla tutela degli interessi di volta in volta in gioco.

Antonella Sciarrone Alibrandi

Giudice della Corte Costituzionale

L'“EVOLUZIONE” DEL CONSUMATORE: DAL CONSUMATORE MEDIO AL CONSUMATORE ATTIVO *

*(From Average to Engaged: Some Consideration
on Consumer Evolution)*

ABSTRACT: *In questo articolo, dedicato a Laura Ammannati, si vuole analizzare l'evoluzione del concetto e del ruolo del consumatore, oggi considerato come consumatore attento, responsabile e attivo, in contrapposizione al consumatore vulnerabile. L'obiettivo è capire se questa "figura di consumatore evoluto" sia una realtà tangibile o solo un costrutto giuridico plasmato da legislatori che privilegiano i desideri rispetto alla realtà. Ci si aspetta quindi che il consumatore "evoluto" opti per soluzioni più allineate con le transizioni digitali e ambientali, spingendo il mercato verso risultati eticamente compatibili in linea con i principi di welfare dell'Europa continentale .*

In this paper dedicated to Laura Ammannati, the aim is to scrutinize the evolution of the concept and the role of the consumer, now regarded as a discerning, responsible, and active consumer, standing in contrast to the vulnerable consumer. The objective is to discern whether this "evolved consumer figure" is a tangible reality or merely a legal construct shaped by legislators who prioritize desires over reality. Hence, the 'evolved' consumer is expected to opt for solutions more aligned with digital and environmental transitions, propelling the market towards ethically compatible outcomes in line with the welfare principles of continental Europe.

SOMMARIO: 1. La nozione di consumatore nel tempo e nel contesto; 2. Il consumatore vulnerabile e

* Contributo approvato dai revisori.

Il lavoro è frutto di riflessione comune degli autori. In ogni caso sono da attribuire a Maddalena Rabitti i §§ 1 -5 e a Fabio Bassan i §§ 6-10.

la via dell'*empowerment*; 3. Il problema: il consumatore evoluto è reale o è *fictio iuris*? 4. Il modello del consumatore evoluto; 5. Segue: il consumatore 'evoluto' come *stakeholder*; 6. Segue: il consumatore 'evoluto' e la 'regolazione partecipata'; 7. Segue: il consumatore 'evoluto' e una nuova politica industriale; 8. Segue: il consumatore 'evoluto' e la gestione dei dati; 9. Segue: il consumatore 'evoluto' *empowered*; 10. Conclusioni.

1. Velocità e complessità sono le caratteristiche del tempo in cui viviamo. Il diritto cerca di governare queste due variabili per regolare i fenomeni ma, in realtà, è anch'esso profondamente trasformato e indebolito dall'esigenza di inseguire i cambiamenti in atto, spesso guidati dall'evoluzione tecnologica. Il legislatore persegue obiettivi di regolazione del mercato e di tutela attraverso previsioni puntuali e specifiche che spesso sono dettate più dall'urgenza e dall'esigenza di uniformità delle norme applicabili a livello globale o europeo (ad esempio attraverso Regolamenti, direttamente applicabili) che dalla volontà (o capacità) di regolare un fenomeno nel tempo. Il diluvio normativo, lungi da rendere omogenee le discipline, crea ulteriori temi di coordinamento e sovrapposizione: la cura diviene parte della patologia.

L'evoluzione normativa insegue il cambiamento, raramente lo precede e qualche volta rischia di non arrivare in tempo. L'insieme di norme, complesse, numerose, eterogenee, in costante via di definizione ha fatto, in altri termini, deflagrare la 'matrice regolatoria', composta di silos verticali (le discipline di settore) e orizzontali (le discipline generali: concorrenza, tutela dei dati personali, tutela del consumatore), strumento che ci ha consentito di orientarci per molti anni: sapevamo esattamente dove ricondurre ogni evento, ogni comportamento, e come risolvere ogni conflitto; oggi non più.

Il legislatore europeo, pur coinvolto e in parte responsabile della crisi che investe il diritto come funzione, prova a disciplinare tempestivamente i fenomeni nuovi, nel convincimento che se si rinuncia, ad esempio, a regolare con valori europei

l'intelligenza artificiale o a imporre misure a tutela della sostenibilità del pianeta, l'accelerazione in atto e l'assenza di regole certe possano portare a pregiudizi gravi e irreparabili ai diritti delle persone¹.

Per questa ragione, a partire dal 2020, si sono susseguiti una serie di 'pacchetti' di normativa europea, ad esempio, sulle piattaforme digitali², sul Fintech³, sulla

¹ AMMANNATI, *I «signori» nell'era dell'algoritmo*, in *Dir. pubbl.*, 2021, 2, 381 ss.; AMMANNATI - CANEPA - GRECO - MINNECI (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali: La regolazione dei mercati in trasformazione*, Torino, 2021; BASSAN, *Potere dell'algoritmo e resistenza dei mercati in Italia*, Rubettino, 2019; BASSAN, *Digital platforms and global law*, Elgar, 2021.

² Come noto, la Commissione europea ha presentato una proposta per un pacchetto digitale il 15 dicembre 2021, che comprende il Digital Services Act (la legge sui servizi digitali) e il Digital Markets Act (la legge sui mercati digitali). Dopo poco più di un anno di negoziati all'interno del Parlamento e del Consiglio dell'Ue e tra co-legislatori, il 25 aprile 2022 è arrivata l'intesa definitiva, che ha sancito la pietra miliare del "ciò che è illegale offline, è illegale online". Il 16 novembre 2022 il Digital Services Act è entrato in vigore, applicandosi a tutti gli intermediari online che forniscono servizi sul territorio europeo, con un livello di obblighi crescenti e proporzionati al numero di utenti raggiunti. Le grandi piattaforme online saranno soggette a requisiti sulla valutazione indipendente e annuale dei rischi sistemici di disinformazione, contenuti ingannevoli, violazione dei diritti fondamentali dei cittadini e violenza di genere e minorile. In caso di accertata violazione del regolamento, sono previste sanzioni fino al 6 per cento del fatturato globale degli intermediari e i destinatari dei servizi digitali hanno il diritto di richiedere un risarcimento per eventuali danni o perdite subite a causa delle violazioni commesse dalle piattaforme. L'applicazione del DSA è demandata alle autorità nazionali (per le piattaforme più piccole) e alla Commissione europea che ha competenza esclusiva per l'accertamento delle violazioni per le piattaforme che raggiungono una quota significativa del mercato europeo.

³ Il Pacchetto sulla finanza digitale, adottato dalla Commissione europea a settembre 2020 è composto da due comunicazioni strategiche in materia di finanza digitale e pagamenti al dettaglio, nonché da tre proposte di regolamento su: cripto-attività; regime "pilota" per infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia dei registri distribuiti; resilienza operativa digitale del settore finanziario. Nel dettaglio: il Regolamento MUE 2023/1113 del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività (MICA) contiene norme destinate a regolare l'attività dei soggetti che operano nel settore delle cripto-attività. La finalità del provvedimento è l'istituzione di un quadro normativo chiaro, a sostegno dell'innovazione e della concorrenza leale, che garantisca al contempo un elevato livello di tutela dei detentori al dettaglio e l'integrità dei mercati delle cripto-attività. Vi è poi il Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022 che istituisce un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (Distributed ledger technology – DLT) al fine di: (i) consentire lo sviluppo delle cripto-attività e della tecnologia DLT e preservare un livello elevato di tutela degli investitori, integrità del mercato, stabilità finanziaria e trasparenza, evitando l'arbitraggio normativo. Il Regolamento UE 2022/2554 del 14 dicembre 2022. (DORA) relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario, introduce norme volte garantire la sicurezza dei sistemi informatici. Il provvedimento definisce "resilienza operativa digitale" la capacità dell'entità finanziaria di costruire, assicurare e riesaminare costantemente la propria integrità e affidabilità operativa, garantendo la sicurezza dei sistemi informatici.

transizione energetica⁴, sull'ambiente⁵, sull'intelligenza artificiale⁶, che rispondono

⁴ Si veda in particolare il Regolamento (UE) 2019/943, sul mercato interno dell'energia elettrica, nonché la Direttiva (UE) 2019/944, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, che è intervenuta a modificare la direttiva 2012/27/UE. In prospettiva, è opportuno evidenziare che la Commissione europea il 14 marzo 2023 ha pubblicato una Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) 2019/943 e (UE) 2019/942 e le direttive (UE) 2018/2001 e (UE) 2019/944 per migliorare l'assetto del mercato dell'energia elettrica dell'Unione, orientata al rafforzamento della protezione dei consumatori, soprattutto quelli considerati "vulnerabili"; ad avviare un percorso di responsabilizzazione in un contesto di volatilità dei prezzi, flessibilità del mercato, di massimizzazione delle azioni di efficientamento energetico e incremento di forme di consumo collettivo dell'energia elettrica autoprodotta o stoccata immessa in rete da più clienti attivi consorziati (il testo è disponibile alla pagina: https://energy.ec.europa.eu/electricity-market-reform-consumers-and-annex_en).

⁵ Gli obiettivi dichiarati dall'UE e contenuti nel pacchetto «Fit for 55» introducono varie normative settoriali che abbracciando logiche e strumenti differenti concorrono a realizzare l'obiettivo della riduzione delle emissioni del 55% rispetto ai livelli del 1990 entro il 2030, nel più generale ambito del Green Deal europeo, con cui la Commissione europea ha assunto l'impegno al contrasto ai cambiamenti climatici e alla protezione dell'ambiente, ponendo come fine il raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050. Si inseriscono in questo quadro le misure per accelerare la transizione verso un'economia circolare, in coerenza con le coordinate individuate dal Nuovo Piano d'azione per l'economia circolare (COM(2020) 98 final), con proposte che includono il potenziamento dei prodotti sostenibili, la responsabilizzazione dei consumatori verso la transizione verde, la revisione del regolamento sui materiali da costruzione e una strategia sui tessili sostenibili. Si affiancano a ciò strumenti trasversali quali l'eco-innovazione, gli appalti pubblici verdi e gli strumenti europei di finanziamento (le azioni e le iniziative sono pubblicate alla pagina web: https://environment.ec.europa.eu/strategy/circular-economy-action-plan_en?prefLang=it). Merita di essere richiamato al riguardo anche l'accordo raggiunto in seno alle istituzioni europee il 14 dicembre 2023 sulla Direttiva relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità. La Direttiva prevede per le imprese una dettagliata serie di obblighi di rendicontazione di sostenibilità con cui riferire sia in merito all'impatto delle proprie attività sulla società e sull'ambiente sia in merito al modo in cui le questioni di sostenibilità incidono sullo sviluppo e sulle performance aziendali (c.d. principio di doppia materialità o doppia rilevanza). Per la prima volta, in particolare, le imprese di grandi dimensioni dovranno stilare un report con cui certificare che il modello e la strategia aziendale perseguita si attengono alla resilienza ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità nonché le misure interne adottate per raggiungere gli obiettivi connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa, tra cui gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra per il 2030 ed il 2050.

⁶ Nel campo dell'Intelligenza Artificiale la Commissione europea si è dimostrata particolarmente avveduta nell'iniziare con decisivo anticipo una ponderata riflessione in merito ai rischi ed alle opportunità che questa nuova tecnologia reca. Risale infatti al 2018 la redazione della prima Strategia Europea per l'IA a cui hanno fatto seguito ampie consultazioni con gli attori di mercato interessati nonché la creazione di un Gruppo di esperti costituito *ad hoc*. È chiaro, dunque, il tentativo di sfruttare il vantaggio della prima mossa rispetto agli altri regolatori globali ed innestare (nuovamente) l'effetto di scala globale di una regolazione solo continentale (cd. effetto Bruxelles) improntata sui valori di cui l'Unione è portatrice. È in tale ottica che vanno lette le recenti novità legislative europee nel settore in parola che, di fatto, delineano con sempre maggior chiarezza una vera e propria competizione orizzontale fra tre attori, con Stati Uniti e Cina, animata da valori ed obiettivi differenti (cfr. BRADFORD, *Digital Empires*, Oxford University Press, 2023). L'8 dicembre 2023 è stato così raggiunto un accordo politico fra Parlamento e Consiglio Europeo riguardante la proposta di

esigenze del tempo corrente, ma inevitabilmente mettono in crisi la centralità dei modelli codicistici, dei testi unici e, ancor prima, della teoria della fattispecie.

Ciò vale anche per il diritto dei consumi che, nato nel nostro ordinamento in tempi relativamente recenti e sistematizzato in un codice di settore nel 2005, trova ormai solo parzialmente nel Codice del Consumo la disciplina utile a regolare la materia. A segnare il superamento dell'impianto del Codice del Consumo è stata, più di ogni altra cosa, la complessità che sempre più caratterizza la figura del "consumatore"⁷, a cui non corrisponde solo la nozione unitaria e generale del consumatore, che la disciplina definisce come la persona fisica che agisce per scopi estranei alla propria attività professionale, come previsto dall'art. 3 del codice del consumo e come rivendicato con forza dalla Corte di Giustizia UE che resta fedele a questa nozione, con appena una crescente flessibilità. Questa figura di riferimento si è andata infatti specificando nel tempo attraverso una serie di aggettivazioni che hanno introdotto nozioni diverse, a seconda del contesto in cui il consumatore è preso in considerazione, facendone una figura plastica che si definisce con variabili diverse e caratterizzanti⁸.

Da tempo, ad esempio, si conosce la figura del consumatore risparmiatore, investitore, assicurato; il consumatore dell'energia, il consumatore turista, il consumatore, in altri termini, settoriale. Ma si conosce altresì il *prosumer*, figura di conio recente che mette in evidenza come il consumatore possa porsi non solo dal

Regolamento volta a garantire la sicurezza e lo sviluppo dell'Intelligenza Artificiale in Europa. Il compromesso raggiunto bilancia, da un lato, il rispetto dei diritti fondamentali e della democrazia e consente al contempo lo sviluppo e la leadership europea nel settore. Sempre nell'ottica dell'extraterritorialità dell'impulso normativo europeo, si segnala la pubblicazione del 12 dicembre 2023 da parte della Commissione europea di una versione aggiornata delle Q/R sull'AI Act con cui, in particolare, viene chiarito che il Regolamento è diretto anche a soggetti stabiliti al di fuori dell'Unione se il sistema di IA è immesso sul mercato dell'Unione o il suo utilizzo riguarda persone che si trovano e nell'Unione.

⁷ Sul tema, tra i molti che se ne sono occupati non si può prescindere da Guido Alpa. Da ultimo v. ALPA, *Consumatori e mercato*, in *I contratti del consumatore*, a cura di Capilli, Giappichelli, 2021, 1 ss.

⁸ Sia consentito rinviare a RABITTI, *Il diritto dei consumatori*, in *Diritto ed economia del mercato*, a cura di Lemme, Cedam, 2021, 329 ss.

lato della domanda ma anche da quello dell'offerta, senza tuttavia trasformarsi davvero in professionista né perdere la sua qualità⁹.

Il consumatore viene frammentato, parcellizzato e tutelato nella sua relazione con il mercato¹⁰. La tutela, peraltro, non resta confinata al solo momento della conclusione del contratto ma guarda tutto il procedimento che accompagna l'atto di consumo, riferendosi anche al prima e al dopo l'operazione commerciale, e la disciplina sulle pratiche commerciali scorrette diviene forse lo strumento di tutela più efficiente.

In questo contesto si affaccia la figura del "consumatore medio", che è un soggetto non reale ma un utile parametro per valutare la condotta del professionista: si connota come un consumatore ragionevolmente attento e avveduto che viene definito in relazione all'attività che compie¹¹. Il consumatore medio nasce dalle ceneri del consumatore "debole" quando, a partire dagli inizi di questo secolo, il legislatore europeo, proprio con la direttiva sulle pratiche commerciali sleali, ha voluto superare

⁹ AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?* in RTDE, 2019, 16 ss.; ID. *Per una "nuova" regolazione delle piattaforme digitali*, Astrid Rassegna, 2021. la figura del *Prosumer* è analizzata ad esempio da MAUGERI, «Smart contracts», «smart grids» e «smart meters»: i nuovi orizzonti nel mercato dell'energia e la tutela del consumatore/«prosumer», Studi senesi, 2020, p. 85 ss.; MURRU, *La regolazione dei prosumer*, in L. Ammannati (a cura di), *La transizione energetica*, Giappichelli, 2018, 159 ss. Si veda anche VALENZA, *La figura del consumatore nel codice del consumo*, in *I contratti del consumatore*, cit., 67 ss.

¹⁰ MICKLITZ, *The Consumer: Marketised, Fragmentised, Constitutionalised*, in D. Leczykiewicz, S. Weatherill, *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, Hart Publishing, 2016, 21-42: 32; ROSSI CARLEO, *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Eur. dir. priv.*, III, Milano 2010, 699 ss.

¹¹ L'idea del "consumatore medio", - «codificata» dal Considerando 18 della direttiva sulle pratiche commerciali sleali secondo cui ci si riferisce a una persona «normalmente informata e ragionevolmente attenta ed avveduta, tenuto conto di fattori sociali, culturali e linguistici»— funge, infatti, in quella disciplina da «misura di tutte le cose» e permea gran parte del diritto europeo dei consumatori. Le radici e la concretizzazione di questo concetto si devono alla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea (CGUE) che riempie di contenuto questa formula unica per tutti, con cui si cerca di incapsulare le caratteristiche medie dei consumatori come classe. Cfr. Corte CE, 20/2/1979, C-120/78, in Racc. (1979) 649ss.; Corte CE, 2/2/1994, C-315/92, in Racc. I (1994) 317ss.; Corte CE, 18/5/1993, C-126/91, in Racc. I (1993) 2361ss.; Corte CE, 6/7/1995, C-470/93, in Racc. I (1995) 1923ss. 13 Cfr. Corte E, 16/7/1998, C-210/96, in Racc. I (1998) 4657; Corte CE, 13/1/2000, C-220/98, in Racc. I (2000) 117ss.

la visione paternalistica che a lungo ha caratterizzato la disciplina per riconoscere anche al consumatore il ruolo che esercita, quello cioè di un attore del mercato cui è richiesto di assumere una decisione consapevole e informata in modo da poter “scegliere” il prodotto e il servizio e anche di avvalersi delle norme dettate a suo favore. In altri termini, quando si è ritenuto di riconoscere una capacità di autodeterminazione al consumatore, si è passati da regole di sola tutela volte a proteggere il consumatore dall’asimmetria, informativa e di posizione nei confronti del professionista, a regole di condotta imposte ai professionisti che rendano il mercato un luogo in cui il consumatore possa autodeterminarsi correttamente.

Fin qui si resta, tuttavia, all’interno della catena del valore originaria: quella che vede la contrapposizione tra una parte forte (il professionista) e una parte debole (il consumatore), seppure con connotazioni specifiche (es. per le discipline settoriali) o con indebolimento di forza (il prosumer).

2. I mutamenti recenti cui assistiamo cambiano invece integralmente questa prospettiva. La digitalizzazione e l’innovazione digitale ancora una volta rompono gli schemi dati e modificano la catena del valore: introducono nuovi mercanti, aprono un sistema altrimenti chiuso e creano la strada per nuovi ecosistemi in cui i consumatori si muovono in nuovi mercati, in realtà virtuali, in sistemi interconnessi che realizzano ciò è stato definito *l’onlife*, un ecosistema in cui, come nella società delle mangrovie, si diventa tutti anfibi, capaci cioè di vivere in acque dolci e salmastre al tempo stesso e di respirare in ambienti diversi sotto il segno dell’adattamento della specie ai cambi di era¹².

Il consumatore torna ad essere non tanto e non solo un contraente debole,

¹² FLORIDI, *The Onlife Manifesto: Being Human in a Hyperconnected Era*, Springer, 2015, 1 ss. in <https://link.springer.com/book/10.1007%2F978-3-319-04093-6>.

quanto una *persona* debole¹³, anzi tanto debole da essere vulnerabile. Ma la sua debolezza non è strutturale, data cioè dall'asimmetria di posizione con il professionista e superabile con iniezioni di informazioni: è una debolezza che può persino fiaccare la sua capacità di autodeterminazione come singolo, e non come appartenente a una categoria protetta. È in gioco quindi la libertà di scelta consapevole in un ecosistema nuovo.

Per effetto di questo cambiamento, la figura del consumatore medio risulta una rappresentazione inadeguata della realtà¹⁴. Il consumatore diviene in dati contesti un soggetto vulnerabile¹⁵; a volte è tanto fragile da non essere più soggetto, ma oggetto di diritti, alla stregua di un prodotto disponibile sul mercato. Il consumatore è vulnerabile anche per altri versi, intrinseci o situazionali¹⁶ e, secondo la dottrina che

¹³ Osserva AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?* cit., 20 che può considerarsi un consumatore più evoluto ma che, di fronte alle modalità di funzionamento delle piattaforme digitali, può trovarsi 'disarmato' e privo di strumenti chiari e sufficienti a tutelare la sua posizione analogamente a quanto accadeva sui mercati tradizionali.

¹⁴ Merita di essere richiamata per il potenziale innovativo in grado di generare la recente questione di pregiudizialità con cui il Consiglio di Stato ha chiesto alla Corte di Giustizia di pronunciarsi se la nozione di consumatore medio, in virtù dell'elasticità ed indeterminatezza di cui gode, "non debba essere formulata con riferimento alla miglior scienza ed esperienza e di conseguenza rimandi non solo alla nozione classica dell'*homo oeconomicus* ma anche alle acquisizioni delle più recenti teorie sulla razionalità limitata che hanno dimostrato come le persone agiscono spesso riducendo le informazioni necessarie con decisioni "irragionevoli" se parametrare a quelle che sarebbero prese da un soggetto ipoteticamente attento ed avveduto acquisizioni che impongono una esigenza protettiva maggiore dei consumatori nel caso – sempre più ricorrente nelle moderne dinamiche di mercato – di pericolo di condizionamenti cognitivi" (Cons. Stato, Sez. VI, 10 ottobre 2022, n. 8650).

¹⁵ Si veda Commissione europea, Comunicazione *Understanding Consumer Vulnerability in the EU's key markets*, 2016, la quale ha definito il consumatore vulnerabile come un consumatore che per caratteristiche (a) socio-demografiche, (b) comportamentali, (c) per una sua situazione personale o (d) un contesto di mercato: (i) è maggiormente soggetto al rischio di subire esiti negativi sul mercato; (ii) ha una limitata capacità di massimizzare il proprio benessere; (iii) ha difficoltà ad ottenere o ad assimilare l'informazione; (iv) è meno in grado di acquisire scegliere o accedere a prodotti adeguati o (v) è più suscettibile a determinate pratiche di marketing. Consultabile al seguente link: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/consumers-approved-report_en.pdf

¹⁶ FINEMAN, *The vulnerable subject: anchoring equality in the human condition*, *Yale Journal of Law and Feminism*, vol. 20, 1, 2008, 8 ss.; Id., *The Vulnerable Subject and the Responsive State*, *Emory Law Journal*, 2010, 60, 251; Id., *Vulnerabilità e inevitabile disuguaglianza*, *Oslo Law Review*, 2017, 4, 133-149. Tra gli attuali studi sulla vulnerabilità dei consumatori vedi HELBERGER, LYNKEY, MICKLITZ, ROTT, SAX, STRYCHARZ, *Protezione dei consumatori 2.0. Structural asymmetries in digital consumer markets*, BEUC, 2021. Nella dottrina italiana si rinvia a RABITTI, *Il consumatore vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni*, in *I dialoghi di diritto*

sostiene la tesi della vulnerabilità, è compito dello Stato rimuovere gli ostacoli che gli precludono l'esercizio di diritti essenziali¹⁷.

Il fenomeno della vulnerabilità del consumatore è oggi particolarmente studiato per ripensare regole di tutela e meccanismi di *enforcement*. Da un lato, si procede attraverso una ricognizione delle principali cause di vulnerabilità che rendono i consumatori più fragili alla luce di un'analisi di contesto; dall'altro lato, si fa ricorso ai criteri che la letteratura internazionale ha individuato come utili a circoscrivere le forme di vulnerabilità rilevanti per definire i compiti dello Stato. Una parte della dottrina cerca di selezionare i fattori che possano spostare l'esigenza di tutela su categorie di soggetti che rischiano di non avere accesso a servizi essenziali ad essere esposti a forme di manipolazioni. Al centro non sembra essere il rapporto professionista/consumatore ma la relazione del singolo essere umano, frazionato a seconda della causa di vulnerabilità che manifesta (ad es. malattia, vecchiaia, *digital divide*) con la società e il mercato.

La rivoluzione tecnologica è dirompente, anche sotto questo profilo, e giustifica un ripensamento delle cause di vulnerabilità e degli strumenti di tutela. Si pensi, ad esempio, al tema dei pagamenti digitali e al fattore "grey"¹⁸ come discriminante.

Più in generale, "le piattaforme, modificano la natura stessa della transazione differenziandola da quella tradizionale in quanto induce nuove preferenze e quindi un diverso tipo di domanda. Un carattere fondamentale delle piattaforme è dato

dell'economia, settembre 2023, 1 ss. disponibile a questo link ; si vedano anche i contributi contenuti nei volumi a cura di CORRIAS e. PIRAS, *I soggetti vulnerabili nell'economia, nel diritto e nelle istituzioni*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2021 *passim*; e nel volume a cura di CORRIAS, *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2022.

¹⁷ NUSSBAUM, *La fragilità del bene. Fortuna ed etica nella tragedia e nella filosofia greca*, Il Mulino, 2004.

¹⁸ Per un approfondimento del tema del consumatore vulnerabile nella finanza digitale si veda, tra gli altri, PAGLIETTI, RABITTI, *A Matter of Time. Digital-Financial Consumers' Vulnerability in the Retail Payments Market*, 33, *European Business Law Review*, Issue 4, 581-606, 2022; PAGLIETTI, *The Vulnerable Digital Payment Systems Consumer. A New Normative Standard?*, in *Competition and payments services*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia, dicembre 2022, 30 ss.

dall'essere soggetti di raccolta, accumulo, organizzazione, uso e riuso dei dati il cui valore commerciale è direttamente proporzionale al numero e alla 'fedeltà' degli utenti. Perciò un obiettivo prioritario è tutelare l'utente-consumatore innanzitutto attraverso strumenti di protezione dei dati personali"¹⁹.

Nel tentativo di contrastare questa dinamica, si sta delineando una nuova politica a livello europeo in cui si raggiunge l'*empowerment* del consumatore conferendogli maggiori poteri e proteggendone efficacemente la sicurezza e gli interessi economici²⁰. L'idea è che se gli si garantisce l'*empowerment*, il consumatore il mercato può orientarlo, non subirlo²¹. L'*empowerment* del consumatore può essere inteso sia nella accezione tradizionale di rimuovere il limite dell'asimmetria informativa all'esplicarsi della razionalità del soggetto, sia come strumento per rendere consapevole il consumatore, in considerazione dei suoi limiti cognitivi (il cd. *empowerment* cognitivo)²². L'obiettivo è rendere il consumatore attivo, critico e partecipativo. Il dubbio è se, oggi, la politica di *empowerment* condotta negli ultimi anni abbia effettivamente avuto successo. In queste pagine dedicate a Laura Ammannati, studiosa della regolazione dei mercati e del diritto dei consumatori, il tema cui si dedica l'attenzione è proprio quello del consumatore evoluto, che è

¹⁹ L. AMMANNATI, *Il paradigma*, cit., 23.

²⁰ Ad esempio, tra i principali passaggi innovativi nel processo di transizione energetica si assiste alla trasformazione del ruolo dei consumatori che, "da meri utenti passivi delle forniture, destinatari di un reticolato normativo di protezione quali ingranaggi deboli del sistema, vengono elevati, infatti, a veri e propri artefici della sua flessibilizzazione, grazie alle opportunità dischiuse dalla tecnologia ; l'accesso diffuso ai sistemi digitali, infatti, oltre a consentire un'informazione capillare e aggiornata (monitoraggio della provenienza dell'energia, misurazione dei consumi mediante contatori intelligenti, applicazione di un prezzo dinamico al contratto di fornitura), dischiude ai consumatori un accesso, in passato impensabile, al processo produttivo e al mercato, e introduce un modello decentralizzato, disintermediato, distribuito, e coordinato, in grado di smantellare progressivamente l'oligopolio delle imprese private". Così, efficacemente, FAVILLI, *Transizione ecologica e autoconsumo organizzato di energia rinnovabile. La questione della forma giuridica delle comunità energetiche*, in *Resp. Civ. prev.*, 2023, 385 ss.

²¹ L. AMMANNATI, *op. ult. cit.*, 20. L'obiettivo di promuovere l'*empowerment* del consumatore fa riferimento a strumenti volti ad educarlo e a rafforzarne le capacità, a farne un soggetto attivo sul mercato. Così muta significativamente il ruolo dell'informazione finalizzata alla tutela del consumatore che appare sempre più indirizzata ad accrescerne una condizione di autodeterminazione informata.

²² *Ibidem*, 28.

ancora poco studiato e rappresenta il rovescio della medaglia del consumatore vulnerabile. L'obiettivo è comprendere se questa figura di consumatore evoluto sia reale o sia solo una finzione giuridica, dettata da un legislatore che antepone il desiderio alla realtà, e che attribuisce al consumatore – presupponendolo così, evoluto - l'onere di adottare comportamenti che colmino le lacune del mercato e dello Stato, in chiave di sussidiarietà. Dunque, il consumatore, in quanto 'evoluto', dovrebbe scegliere le soluzioni più coerenti con le transizioni digitale e ambientale, spingendo il mercato anche verso soluzioni eticamente compatibili con il welfare europeo continentale.

3. In ogni caso, vi è una gradazione nel possibile coinvolgimento dei consumatori. Per comprendere questa gradazione in livelli si propone qui una classificazione, che non ha alcuna aspirazione di esaustività né ha carattere dogmatico, che in parte ripropone categorizzazioni già note, in parte, invece, se ne discosta per mettere in luce specifici tratti caratterizzanti il consumatore odierno in chiave funzionale agli interessi in gioco.

In primo luogo, si parla di consumatore responsabile, che è la figura di carattere più generale già da tempo entrata a far parte delle nozioni note. Basti pensare che la stessa nozione di consumatore medio, specie nell'interpretazione data dalla CGUE²³, è stata fondamentale nella costruzione di una narrativa di responsabilizzazione del consumatore, consentendogli, come si è detto, di proteggersi attraverso scelte attive e ben informate sul mercato. Un corollario di tale impostazione era l'enfasi normativa sul "paradigma dell'informazione"²⁴, inteso come approccio che considerava la trasmissione di informazioni uno strumento con cui proteggere la libertà di scelta del

²³ Vedi *supra* nota 11.

²⁴ ESPOSITO, GROCHOWSKI, *The Consumer Benchmark, Vulnerability, and the Contract Terms Transparency: A Plea for Reconsideration*, in *European Review of Contract Law*, Vol. 18, No. 1, pp. 1-31, 2022, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=410974>

consumatore²⁵.

In secondo luogo, il consumatore responsabile possiamo declinarlo come consumatore critico o attivo, riferendoci a colui che è chiamato dalle norme o da spinte individuali a essere protagonista del mercato per orientare l'attività delle imprese, in modo da assicurare obiettivi non solo di interesse strettamente individuale²⁶, neppure di categoria ma, più in generale, di sostenibilità sociale. Si pensi ad esempio, a un soggetto che fonda le proprie abitudini di acquisto su criteri ambientali e sociali, accordando la propria preferenza ai prodotti che posseggono requisiti ulteriori rispetto a quelli comunemente riconosciuti come la qualità e il prezzo²⁷. Per altro verso, il consumatore attivo partecipa esso stesso alla realizzazione

²⁵ Come scrive AMMANNATI, *op. ult. cit.*, 14: "L'informazione del e al consumatore è stata a lungo un cavallo di battaglia delle istituzioni europee che in molte aree hanno messo in atto, o richiesto di farlo agli stati membri, campagne educative destinate a migliorarne la consapevolezza e ad ampliare il ventaglio di conoscenze alla base dei loro comportamenti. Indubbiamente le strategie regolatorie basate sull'informazione hanno avuto ed hanno ancora un notevole peso in molti settori di regolazione economica o sociale, tuttavia le più recenti esperienze mettono in luce come sia necessario uscire dal 'mito' dell'informazione". Tutti gli studi sull'economia comportamentale hanno infatti mostrato come le scelte che il consumatore compie sono spesso irrazionali e non trovano nell'informazione specie se ipertrofica e nella standardizzazione delle tutele necessariamente una risposta adeguata.

²⁶ Riferendosi al consumatore responsabile ma in questo senso declinato, A. ZAMBON, *Il Consumatore responsabile: un caso di virtù*, in *MLR*, 2021, 105 ss. e spec. 109 ss. osserva che: «il consumatore responsabile è generalmente inteso come una persona che acquista e/o utilizza beni o servizi per soddisfare esigenze della vita privata (cioè agisce come consumatore) prendendo seriamente un proprio dovere di natura morale: il dovere di far sì che gli effetti ambientali e sociali che il consumo determina siano positivi e/o non siano negativi. Questo dovere viene fatto ricadere su chi assume la qualifica di consumatore poiché gli effetti a cui esso rinvia sono effetti di atti di consumo, cioè di atti di un consumatore. È importante sottolineare che, come mostra la definizione appena proposta, il consumatore responsabile è un soggetto che agisce al fine di soddisfare esigenze della propria vita privata (cioè, in altri termini, agisce per scopi privati), e il fatto che prenda seriamente il dovere appena descritto non cambia quella caratteristica, perché, in caso contrario, non sarebbe possibile impiegare il termine "consumatore" per indicare questo soggetto: un comportamento di acquisto e/o di utilizzo di beni o servizi per scopi privati resta compatibile con il prendere seriamente il dovere in questione, e proprio questo permette di caratterizzare il soggetto che lo prende seriamente non solo come consumatore, ma anche come responsabile». Continua l'A. osservando che: «[d]a queste considerazioni si comprende perché, quando si parla di consumo responsabile, sia frequente l'impiego di espressioni come "consumo critico", "consumo etico" e "consumerismo politico"». Sul consumo critico, si veda anche TOSI, *Il consumo critico*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2010, n. 1, 102 ss.

²⁷ GESUALDI, *Manuale per un consumo responsabile. Dal boicottaggio al commercio equo e solidale*, Feltrinelli Ed., 2002, 67 s.

degli obiettivi di sostenibilità ambientale e all'economia circolare²⁸, anche eventualmente inserendosi nella 'regolazione partecipata' con le autorità amministrative indipendenti: un consumatore *stakeholder* capace di intervenire nella realizzazione dell'iniziativa economica, il cui interesse è influenzato dal risultato dell'esecuzione²⁹. Infine, si può parlare di consumatore partecipativo, che si affianca alle funzioni tradizionalmente svolte dai pubblici poteri e le rende più efficaci.

A ogni profilo descritto corrispondono tratti di novità della figura del consumatore per il ritratto che ne esce oggi: il consumatore svolge attività nuove, quasi sempre rese possibili dalle nuove tecnologie; ad esso è richiesto un maggior grado di partecipazione, utilizzando strumenti parzialmente diversi, a seconda dei settori³⁰.

Si tratta in tutti i casi di un modello di consumatore "evoluto" che sembra forse oggi emergere non solo da una precisa scelta normativa tesa a considerare i consumatori come un motore che può concorrere a far girare sia il mercato sia la

²⁸ Per una lettura in tal senso, spunti critici in SCOTTI, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Dir. Ec.*, 2, 2019.

²⁹ La Proposta di Direttiva sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (cd. *greenclaims*) n. 2023/0085 del 22 marzo 2023, su cui il 19 settembre 2023 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione Europea hanno raggiunto un accordo, mira proprio ad innestare nel mercato una domanda virtuosa di prodotti e servizi effettivamente dotati di qualità sostenibili. Le asserzioni ambientali, per essere adoperate in conformità con la disciplina consumeristica, dovranno, tra l'altro, essere comprovate da certificazioni di enti terzi, portando così le imprese a adattare di conseguenza i propri processi di produzione interni.

³⁰ Sempre nell'ottica di testare le qualità proattive del consumatore evoluto fornendogli strumenti per agire nel mercato con efficacia, potrebbero essere annoverate alcune delle modifiche apportate dalla Direttiva (UE) 2019/2161 (c.d. Direttiva Omnibus) alla Direttiva in materia di pratiche commerciali sleali. In particolare, l'ormai consolidata centralità dei mercati online ha parallelamente reso necessario garantire la genuinità delle recensioni dei consumatori di prodotti e servizi lì scambiati. Proprio le recensioni online, grazie al decreto legislativo 7 marzo 2023 n. 26 che ha implementato la Direttiva in parola, sono oggi oggetto di tutela: i) dalle pratiche commerciali ingannevoli, nei casi in cui il professionista fornisce l'accesso alle recensioni dei consumatori, rappresenta un'informazione rilevante ai fini di una possibile omissione ingannevole, il modo in cui il professionista garantisce che le recensioni pubblicate provengano da consumatori che hanno effettivamente acquistato o utilizzato un prodotto; ii) dalle pratiche commerciali considerate in ogni caso ingannevoli con l'aggiunta di nuove ipotesi, tra cui, da un lato, l'invio da parte del professionista di recensioni o apprezzamenti falsi o la fornitura di false informazioni circa tali recensioni e apprezzamenti al fine di promuovere i propri prodotti, nonché l'uso di recensioni di un prodotto da consumatori che hanno effettivamente utilizzato o acquistato il prodotto senza tuttavia adottare misure ragionevoli e proporzionate per verificare che le recensioni provengano da tali consumatori.

società civile, specie con riguardo agli obiettivi di sostenibilità e a quelli sintetizzati nella formula in voga ESG, ma anche da una trasformazione della figura di un certo tipo di consumatore che vuole orientare il mercato verso scelte eticamente condivisibili³¹. È il contesto a fare assumere al consumatore una connotazione o l'altra, a renderlo vulnerabile o attivo.

4. L'evoluzione della natura del consumatore che i 'pacchetti normativi' europei più recenti presuppongono, emerge anche con riferimento all'economia circolare³².

³¹ PUNZI, *Conviene, all'impresa che persegue il profitto, agire in modo responsabile?*, in AA.VV., *Responsabilità verso le generazioni future. Una sfida al diritto all'etica e alla politica*, a cura di F. Ciaramelli, F. G. Menga, Ed. Scientifica, 2017, 367 ss., qui 378-379.

³² L'11 marzo 2020 la Commissione ha presentato la comunicazione "Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare - Per un'Europa più pulita e più competitiva". Il piano è un elemento chiave del Green Deal europeo ed è strettamente collegato alla strategia industriale europea, prevede 35 punti d'azione con un quadro strategico in materia di prodotti sostenibili quale elemento chiave comprendente iniziative riguardanti la progettazione di prodotti, i processi produttivi e l'opportunità di dare ai consumatori e agli acquirenti pubblici la possibilità di operare scelte informate. In risposta al Piano d'azione della Commissione, nel dicembre del 2020 il Consiglio ha approvato le conclusioni "Per una ripresa circolare e verde" con lo scopo di fornire orientamenti politici globali sull'ampia gamma di azioni previste nel piano d'azione. Le conclusioni miravano, in particolare, a trovare un equilibrio tra un approccio ambizioso e la necessità di tenere in considerazione, nell'attuazione delle varie azioni, numerose questioni diverse, tra cui i diversi punti di partenza degli Stati membri. Prendendo le mosse da queste linee generali di intervento, si sono susseguiti diversi interventi legislativi volti a sostanziarne gli obiettivi. E così il 5 dicembre 2023 il Consiglio ed il Parlamento europeo hanno raggiunto un'intesa politica provvisoria sulla Proposta di Regolamento che stabilisce il quadro per l'elaborazione delle specifiche di progettazione ecocompatibile dei prodotti sostenibili. Il nuovo Regolamento sostituisce l'attuale direttiva del 2009 e amplia l'ambito di applicazione della legislazione vigente (finora limitata ai prodotti connessi all'energia) fissando le specifiche di prestazione e gli obblighi di informazione relativi a tutti i tipi di beni immessi sul mercato dell'UE. Nel marzo del 2023 la Commissione ha adottato oggi la sua posizione (o "mandato negoziale") su una proposta di direttiva recante norme comuni che promuovono la riparazione dei beni, nota anche come direttiva sul diritto alla riparazione. Il testo proposto mira a rimuovere gli ostacoli che disincentivano la domanda di riparazione da parte dei consumatori, per esempio disagi, una mancanza di trasparenza o una difficoltà di accesso ai servizi di riparazione. Il mandato precisa gli obblighi di riparazione dei fabbricanti, limita il requisito di fornire informazioni sui servizi di riparazione a coloro che hanno l'obbligo giuridico di riparare i prodotti difettosi, promuove una piattaforma europea online per la riparazione e introduce una proroga del periodo di responsabilità del venditore in caso di riparazione. Con specifico riguardo al settore della produzione e smaltimento delle batterie, il Consiglio ha adottato il 10 luglio 2023 un nuovo Regolamento che rafforza le norme di sostenibilità per le batterie e i rifiuti di batterie. Il regolamento disciplinerà l'intero ciclo di vita delle batterie, dalla produzione al riutilizzo e al riciclaggio, e garantirà che siano sicure, sostenibili e competitive. Sono ricomprese nell'ambito applicativo del Regolamento tutte le batterie, compresi tutti i rifiuti di batterie portatili, di batterie per veicoli elettrici, di batterie industriali, di batterie per l'avviamento, l'illuminazione e l'accensione (SLI)

La strategia sull'economia circolare dichiara di porre i consumatori al centro delle politiche pubbliche, sulla base dell'idea che il superamento dell'attuale modello di produzione e consumo passa attraverso un mezzo potente: il cambiamento degli atti di consumo quotidiani.

La conoscenza dei costi sul piano sociale e ambientale, dell'impronta dei prodotti nelle diverse catene del valore presenta grandi potenzialità in termini di offerta al consumatore di informazioni pertinenti per le decisioni di consumo, anche nel quadro della società digitale. Di particolare rilievo è il ruolo che il consumatore può assumere nella produzione, ad esempio dell'energia³³ e dei trasporti³⁴. Si pensi al fenomeno

— utilizzate principalmente per veicoli e macchinari — e le batterie per mezzi di trasporto leggeri (ad esempio biciclette elettriche, ciclomotori elettrici, monopattini elettrici). Le nuove norme mirano a promuovere un'economia circolare disciplinando le batterie durante tutto il loro ciclo di vita. Il regolamento stabilisce pertanto prescrizioni per la fine del ciclo di vita, tra cui obiettivi e obblighi di raccolta, obiettivi per il recupero dei materiali e obblighi di responsabilità estesa del produttore.

³³L'energia è un ambito che ha molto rilevato per l'evoluzione del consumatore. Sul ruolo del consumatore, v. tra l'altro AMMANNATI, *Le politiche di efficienza energetica nel quadro del pacchetto europeo clima-energia*, in *Amministrazione In Cammino*, 2013. Peraltro, proprio nelle norme sul mercato energetico viene prevista espressamente la figura del consumatore vulnerabile. Il cliente vulnerabile è quello che per condizioni reddituali e per il costo dell'energia non riesce a fruire dell'energia, bene che è funzionale all'effettivo godimento di una pluralità di diritti c.dd. fondamentali. Il concetto introdotto nell'ordinamento italiano dall'art. 11 del d.lg. n. 199 del 2021 evidenzia una nuova sensibilità verso situazioni di vulnerabilità la cui elencazione ricomprende in via generale ogni consumatore energetico che si trovi in condizioni economicamente svantaggiate o che abbia un'età superiore a 75 anni. Anche le peculiari condizioni di salute del cliente o dei suoi familiari rendono possibile ravvisare una vulnerabilità determinata dalla necessità di un uso continuo di apparecchiature medico-terapeutiche alimentate dall'energia elettrica, necessarie per il loro mantenimento in vita. Del pari si riscontra vulnerabilità energetica in quelle persone affette da disabilità grave o in quelle persone le cui utenze sono collocate in isole minori non interconnesse oppure ancora in strutture abitative emergenziali a seguito di calamità. L'elenco effettuato dall'art. 11 non sembra possa essere inteso come una serie chiusa, ma è una esemplificazione di fattispecie nelle quali la vulnerabilità giustifica l'attenzione delle pubbliche autorità e interventi. Sempre il mercato dell'energia è al contempo quello in cui è più visibile il consumatore attivo (il concetto è esplorato da LAURI, *Il consumatore partecipativo nell'era del rischio sostenibile*, in *Consumerism 2023*, Sedicesimo rapporto annuale, Il consumatore responsabile, attivo, partecipativo, 2023, disponibile alla pagina web: <https://www.consumersforum.it/iniziative/2023/5393-authority-2023.html>). Sul punto si vedano il Regolamento (UE) 2019/943, sul mercato interno dell'energia elettrica, nonché la Direttiva (UE) 2019/944, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, che è intervenuta a modificare la direttiva 2012/27/UE. La direttiva 2019/944 stabilisce norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e pone i suoi obiettivi riguardo gli Stati membri ed i consumatori, definendo una serie di disposizioni diverse che pongono il consumatore al centro della transizione verso l'energia pulita. Gli Stati membri garantiscono una concorrenza sui prezzi basata sul mercato tra i fornitori, sulla protezione dei clienti in condizioni di povertà energetica e dei clienti civili vulnerabili

delle comunità energetiche (CER) ove un insieme di persone/consumatori condividono energia rinnovabile e pulita in uno scambio tra pari secondo un modello innovativo per la produzione, la distribuzione e il consumo della stessa, proveniente esclusivamente da fonti rinnovabili³⁵, in un contesto di creazione delle c.d. "smart

e sul diritto dei clienti finali all'elettricità erogata da un fornitore, previo accordo, indipendentemente dallo Stato membro in cui è registrato il fornitore conforme alle norme. I consumatori possono richiedere l'installazione di contatori di elettricità intelligenti senza costi aggiuntivi; i clienti e le microimprese hanno accesso, gratuitamente, ad almeno uno strumento di confronto delle offerte dei fornitori, comprese le offerte per i contratti dinamici sui prezzi dell'elettricità e possono cambiare fornitore gratuitamente entro un massimo di tre settimane e partecipare a programmi collettivi di cambio di fornitore. I consumatori finali, provvisti di contatori intelligenti possono richiedere contratti di tariffazione dinamica dell'energia elettrica con almeno un grande fornitore; hanno il diritto di agire come clienti attivi, ad esempio vendendo elettricità autogenerata, senza essere soggetti a requisiti tecnici sproporzionati o discriminatori e di disporre di un riassunto chiaro delle condizioni contrattuali. Sul tema v. RUGGERI, *Consumatore e prosumerismo energetico nel quadro regolatorio europeo*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, N° 16 bis, Giugno 2022; e già, LAURI, *I dati e le informazioni sui consumi energetici nel mercato retail*, in *Consumerism 2017. Decimo rapporto annuale*; Id., *Lo statuto del "consumatore ambientale"*, in *Consumerism 2019. Dodicesimo rapporto annuale*. Dal codice del consumo al Digital Service Act. Quella dal consumatore al cittadino digitale è vera evoluzione?

³⁴ Come ben emerge dagli studi di AMMANNATI, *Diritto alla mobilità e trasporto sostenibile. Intermodalità e digitalizzazione nel quadro di una politica comune dei trasporti*, in *Federalismi*, 4, 2018; AMMANNATI, CANEPA (a cura di), *Politiche per un trasporto sostenibile. Governance multimodalità fiscalità*, Napoli 2017. Più di recente il tema è affrontato da NUCERA, *Il consumatore responsabile nel settore dei trasporti*, in *Consumerism 2023, Sedicesimo rapporto annuale, Il consumatore responsabile, attivo, partecipativo, 2023* (disponibile alla pagina web: <https://www.consumersforum.it/iniziative/2023/5393-authority-2023.html>); LAURI, *Sustainable Urban Mobility in the Era of Urban Regeneration in Italy*, in *Federalismi*, 12, 2023; per un quadro più generale sull'evoluzione del settore v. BASSAN, *La regolazione dei trasporti in Italia. L'ART e i suoi poteri alla prova dei mercati*, Torino, 2015.

³⁵ L'Art. 2 della Proposta di Regolamento 2023/0077 introduce modifiche della direttiva (UE) 2019/944 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica sostituendo il precedente testo con una nozione di "cliente attivo" qualificato come "un cliente finale o un gruppo di clienti finali consorziati che consuma o conserva l'energia elettrica prodotta nei propri locali situati all'interno di un'area delimitata o autoprodotta o condivisa in altri locali situati all'interno della stessa zona di offerta, oppure vende l'energia elettrica autoprodotta o partecipa a meccanismi di flessibilità o di efficienza energetica, purché tali attività non costituiscano la principale attività commerciale o professionale". Sul piano regolatorio è significativa l'approvazione del TIAD ("Testo integrato autoconsumo diffuso", delibera 727/2022/R/eel), testo unico che regola le modalità per valorizzare l'autoconsumo diffuso che, in attuazione dei decreti legislativi 199/21 e 210/21, ha introdotto indicazioni chiare e semplificazioni procedurali rispetto alla disciplina transitoria vigente dal 2020. Da ultimo, nel novembre 2023, la Commissione europea ha approvato, ai sensi delle norme dell'UE in materia di aiuti di Stato, un regime italiano per un importo di 5,7 miliardi di € (in parte concesso mediante il dispositivo per la ripresa e la resilienza - RRF), volto a sostenere la produzione e l'autoconsumo di energia elettrica rinnovabile.

*communities*³⁶. Come ha osservato Laura Ammannati, «il nuovo approccio regolatorio in questo settore ha spostato il baricentro dal lato dell’offerta a quello della domanda proprio in quanto ha riconosciuto al consumatore un ruolo centrale e dinamico. La progressiva rilevanza della figura del consumatore nel disegno del mercato energetico sembra supportata dalla introduzione dei misuratori di seconda generazione che, appunto, non solo forniscono informazioni sul consumo giornaliero e sul costo effettivo ma consentono anche ai venditori di offrire contratti innovativi con servizi personalizzati. Perciò è possibile rendere disponibili servizi a valore aggiunto per il cliente (dall’automazione, alla domotica, al *load-shifting* e così via) fino a consentire la partecipazione del consumatore-cliente finale, ampliandone il ruolo in modo significativo; ma si veda anche il mercato del dispacciamento, con l’introduzione di contratti “*demand side response*” che consentono di ridurre la domanda in tempo reale nei periodi di picco»³⁷.

Quanto ai trasporti, anche il trasporto pubblico locale da qualche tempo considera i servizi di mobilità condivisa non come *competitor* ma come elemento di un sistema della mobilità che include tutti gli spostamenti, dove è fondamentale l’integrazione delle diverse modalità. Nel quadro di una mobilità urbana maggiormente sostenibile, la mobilità condivisa, e dunque anche la *sharing mobility*, rappresenta un’alternativa più sostenibile rispetto all’uso del veicolo individuale non solo dal punto di vista ambientale e sociale ma anche dal punto di vista economico. Ma al consumatore non si chiede solo di ‘partecipare’ alla mobilità: deve ormai anche scegliere le opzioni integrate più coerenti e compatibili non solo con le esigenze

³⁶ Considerazioni in tema già in RABITTI, *Smart city e tutela dei consumatori*, in V. Falce - G. Olivieri (a cura di), *Smart City e diritto dell’Innovazione*, Milano, 2016. Per una ricostruzione del concetto di “*smart community*”, v. LAURI, *Smart City*, in R. Bifulco - A. Celotto - M. Olivetti (diretto da), *Digesto delle Discipline Pubblicistiche*, VIII, UTET, 2021, pp. 377-396; Id., *L’ordinamento giuridico della smart city. Sovranità e autonomie urbane*, Napoli, Jovene, 2023

³⁷ AMMANNATI, *Il paradigma*, cit., 19.

proprie ma anche della collettività³⁸. E dunque, non è sempre preferibile la soluzione più veloce, o quella più economica, se comporta rilevanti esternalità negative.

Entra in gioco, in questa dinamica, anche il settore del food - che per i profili consumeristici fornisce spunti interessanti³⁹ (produzione e consumo; nuovi mercati food-tech slegati da fonti animali; ecc.) specie per la responsabilizzazione del consumatore nelle scelte dei prodotti più green⁴⁰.

³⁸ L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato è recentemente intervenuta per sanzionare una pratica commerciale ingannevole in violazione degli artt. 21 e 22, commi 1 e 2, del Codice del Consumo idonea a intercettare la domanda di servizi di trasporto via taxi che presentavano in modo fuorviante asseriti benefici ambientali (AGCM, provv. 30233, 5 luglio 2022, PS12190 Free-Now Clean Air Fee). L'impresa sanzionata, in particolare, faceva uso della denominazione "Clean air fee" ("quota aria pulita") per indicare un contributo applicato ad ogni corsa taxi effettuata tramite l'applicazione "Free Now", con l'asserito obiettivo di supportare le attività di compensazione delle emissioni generate dall'utilizzo del servizio di intermediazione senza chiarire che, in realtà, solo una parte dei proventi del costo aggiuntivo sarebbe stata, in futuro ed in modo assolutamente incerto ed indeterminato, destinata alle vantate attività per il miglioramento dell'ambiente. Il vanto ambientale risultava inoltre fuorviante in quanto le suddette iniziative erano principalmente destinate a finanziare un fondo per gli incentivi ai tassisti per il futuro acquisto di auto elettriche piuttosto che a compensare le emissioni di CO₂, generata dalla corsa in taxi. CAPPALÀ, PERUGINI, *L'AGCM e il consumatore attivo*, Consumers' Forum 2023, 47 ss.

³⁹ ROMANO, *Le informazioni obbligatorie nel mercato alimentare: tutela o autoresponsabilità del contraente debole*, in *Eur. e diritto priv.*, 2018, 247 ss. che afferma "Sembra via via affievolirsi, quantomeno nel settore alimentare, il fil conducteur che ha governato la politica europea fino al Trattato di Lisbona: se è vero che la tutela del singolo assume rilievo non come fine in sé, bensì come strumento per realizzare un mercato europeo privo di atti distorsivi della concorrenza e il più possibile razionale, è altrettanto evidente come, all'interno del mercato stesso, prevalga adesso l'esigenza di realizzare l'obiettivo di un benessere generale alla cui concretizzazione cooperino tanto il professionista, in virtù degli obblighi informativi posti a suo carico, quanto il consumatore il quale, in possesso di quelle informazioni, diventa arbitro consapevole e responsabile delle proprie decisioni". Vale la pena menzionare anche se in diversa prospettiva lo scritto di I. CANFORA, *Informazioni a tutela della salute e conformazione del contenuto negoziale tra diritto europeo e diritti nazionali*, in *Riv. dir. agr.*, 2014, 125 in cui si osserva che l'attenzione dei consumatori «supera la mera considerazione del "consumatore medio" quale destinatario della comunicazione prevista dalle norme: è infatti in rapporto alle modalità di ricezione delle informazioni da parte dei consumatori che esse possono assumere rilevanza nelle scelte nutrizionali individuali». Cfr. sul punto S. MASINI, *Diritto all'informazione ed evoluzione in senso «personalista» del consumatore (Osservazioni a margine del nuovo regolamento sull'etichettatura di alimenti)*, in *Riv. dir. agr.*, 2011, I, 587.

⁴⁰ Con riguardo alle esternalità negative che il sempre più comune utilizzo di piattaforme di *food delivery* arreca ai lavoratori meno qualificati impiegati dalle aziende attive in questo settore, si segnalano le recenti ispezioni condotte dalla Commissione europea che, in seguito alle prime ispezioni condotte nel luglio del 2022, ha esteso lo scrutinio delle loro condotte anche a possibili accordi volti a contenere la mobilità dei fattorini che potrebbero costituire un'intesa vietata ai sensi della normativa a tutela della concorrenza (cd. *no poaching agreement*) – Commissione europea, press release - *Antitrust: Commission carries out unannounced inspections in the online food delivery sector*, 21 novembre 2023, disponibile a questo link. Sempre nel solco di trarre un illecito vantaggio a danno dei

Il consumatore ‘evoluto’ diventa anche, come si è detto, partecipativo, che non è altro rispetto a quello attivo ma ne costituisce una declinazione ulteriore, che si mostra ad esempio nell'amministrazione condivisa, anche eventualmente inserendosi nella ‘regolazione partecipata’ tra autorità indipendenti e mercato⁴¹.

Le azioni del singolo consumatore devono essere improntate a un vantaggio per tutti i soggetti nel mercato, evitando un approccio uniforme. Emerge da ciò una maggiore attenzione alle caratteristiche specifiche dei diversi territori e settori di attività, facendo ricorso alle metodologie dal basso e coinvolgendo, caso per caso, tutti gli attori coinvolti. Queste iniziative si radicano sia nello sviluppo delle economie locali, sia sul piano dell’impulso istituzionale e del conferimento di responsabilità alle organizzazioni dei consumatori. Giungono poi alla creazione di meccanismi di partecipazione alla funzione di regolazione.

5. In tutte le accezioni considerate, il consumatore evoluto diviene uno *stakeholder* dell’impresa, del mercato e del regolatore. La rivoluzione tecnologica ha portato gli investitori *retail* ad essere molto più vicini al mondo delle grandi e grandissime società. I nuovi pacchetti normativi europei impongono di fatto che questi acquisiscano consapevolezza sia del proprio ruolo sia della complessità dell’attività finanziaria.

Nella transizione ecologica sostenibile il consumatore, ad esempio, opera come *stakeholder* nei processi di gestione aziendali per le dinamiche ESG. Svolge un ruolo di attore essenziale perché tramite le sue scelte finanziarie orienta il mercato e gli intermediari; in tal senso è peraltro basata la Capital Market Union, dove il

lavoratori della *gig economy*, l’Autorità statunitense preposta alla tutela dei consumatori aveva accertato nel febbraio che 2021 aveva posto in essere una pratica commerciale ingannevole consistente nell’informare i consumatori che la totalità delle mance donate ai fattorini fosse effettivamente a loro destinata quando, invece, l’importo della singola donazione veniva controbilanciato da una riduzione del compenso per consegna effettuata (Federal Trade Commission, *Amazon flex*, n. 1923123, 10 febbraio 2021).

⁴¹ LAURI, *Il consumatore partecipativo nell’era del rischio sostenibile*, Consumers’ Forum 2023, 38 ss.

finanziamento della transizione verde costituisce uno dei perni del mercato unificato. Nuove previsioni hanno poi rafforzato il potere dei consumatori dando loro un efficace strumento per poter comunicare le loro preferenze e scegliere strumenti finanziari green.

Emerge quindi la necessità di rafforzare l'attuale quadro istituzionale di sorveglianza e accreditamento delle diverse transizioni verso l'economia circolare (CESE). Il *Greenwashing*⁴², intese come le pratiche in cui "affermazioni, dichiarazioni, azioni o comunicazioni relative alla sostenibilità non riflettono in modo chiaro ed equo il profilo di sostenibilità sottostante di un'entità, un prodotto finanziario o un servizio finanziario"; e che, in quanto tale, "può essere fuorviante per i consumatori, gli investitori o altri partecipanti al mercato"⁴³, è anche al centro dell'attenzione dell'autorità per la concorrenza e per il mercato⁴⁴ e dell'autorità bancaria nazionale e

⁴² Vengono a costituire l'ipotesi del *Greenwashing*, nei documenti della Commissione Europea, l'insieme delle "asserzioni ambientali poco chiare o poco circostanziate". Nel quadro UE la necessità di far fronte al *greenwashing* è stata identificata come priorità sia nel Nuovo Piano d'azione per l'economia circolare sia nella Nuova Agenda dei consumatori della Commissione. La Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali), COM(2023)166 final, si propone di rafforzare le strategie generali, quali il Piano d'Azione "inquinamento zero" o la Strategia sulla biodiversità per il 2030, e di integrare le strategie specifiche, come la strategia "Dal produttore al consumatore", o problematiche quali l'efficienza idrica e il riutilizzo dell'acqua nella strategia dell'UE di adattamento ai cambiamenti climatici.

⁴³ Il *greenwashing* è così definito dalle ESA's nei rispettivi *Progress Report on Greenwashing in the financial sector*. Il piano industriale del *Green Deal* ribadisce la necessità di consentire ai consumatori di compiere le loro scelte in base a informazioni trasparenti e attendibili sulla sostenibilità, sulla durabilità e sull'impronta di carbonio dei prodotti e sottolinea che la trasparenza del mercato è uno strumento che agevola la diffusione di prodotti a zero emissioni nette con un livello superiore di prestazioni tecnologiche e ambientali. Nel *Green Deal* europeo la Commissione si è impegnata a garantire che i consumatori siano responsabilizzati a compiere scelte più informate e a svolgere un ruolo attivo nella transizione ecologica. Più precisamente, "stabilisce l'impegno a contrastare la problematica delle asserzioni ambientali false, garantendo agli acquirenti di ricevere informazioni attendibili, comparabili e verificabili, e così permettendo loro di prendere decisioni più sostenibili e ridurre il rischio di un marketing ambientale fuorviante", così la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali), COM(2023) 166 final.

⁴⁴ In attesa che la Direttiva in tema di *greenwashing* entri in vigore, si possono individuare comunque le caratteristiche esaminando le "Linee guida per l'attuazione della direttiva sulle pratiche commerciali sleali" pubblicate dalla Commissione nel 2009 ed aggiornate nel maggio 2016, dalla quali si ricavano utili principi sull'utilizzo dei *green claims*. Due sono i principi fondamentali enunciati dalle Linee Guida. Il primo, prevede che i professionisti devono presentare le loro dichiarazioni ecologiche in

sovranaZIONALE. Di nuovo, se non è ancora il tempo in cui il mancato rispetto di dati parametri ESG conduca all'adozione di misure di vigilanza prudenziale, è già tempo che i consumatori suppliscano all'assenza di più incisivi poteri da parte delle Autorità di Vigilanza. E qui il legislatore presuppone che l'evoluzione del consumatore sia molto veloce.

6. Il consumatore 'evoluto' deve quindi rendersi parte diligente del dialogo con le

modo chiaro, specifico, accurato e inequivocabile, al fine di assicurare che i consumatori non siano indotti in errore. Il secondo che i professionisti devono disporre di prove a sostegno delle dichiarazioni ambientali, basate su prove attendibili e verificabili, ed essere pronte a fornirle alle autorità di vigilanza competenti in modo comprensibile qualora la dichiarazione sia contestata. In altri termini, le Linee Guida stabiliscono i due principali limiti dei green claim, prevenendo che essi debbano essere i) esenti da profili di ingannevolezza; ii) dimostrati. Parte della dottrina, ha osservato come le comunicazioni ambientali ingannevoli possano costituire, alternativamente, una: i) pratica commerciale ingannevole oggettiva, nel caso in cui "l'asserzione ambientale contiene informazioni false e, pertanto, non è veritiera", oppure ii) una pratica commerciale ingannevole soggettiva, nell'ipotesi in cui l'asserzione ambientale "inganna o è idonea ad ingannare il consumatore medio, anche se l'informazione in essa contenuta è di fatto corretta IRALDO, MELIS, *Green Marketing: come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, 2012, Il Sole24 Ore). Le pratiche commerciali oggettive risultano più agevoli da individuare in quanto si configurano nell'ipotesi in cui i benefici ambientali prospettati non siano veritieri. Si pensi al caso Pannolini Nappynat, in cui l'AGCM ha ritenuto ingannevole la diffusione di una comunicazione pubblicitaria, ove venivano rappresentati come "100% naturali" dei pannolini composti anche da materie plastiche, tra cui polimeri di origine petrolchimica (AGCM, provv. n. 26298, 15 dicembre 2016, Olive Italia – Pannolini Nappynat). Analogamente, nel Provvedimento relativo al caso Ferrarelle – Impatto Zero, l'Autorità ha accertato l'ingannevolezza del messaggio pubblicitario "la prima acqua minerale ad Impatto Zero" adottato da Ferrarelle. Dagli accertamenti svolti dall'AGCM era, infatti, emersa l'infondatezza del suddetto claim, essendosi la società limitata ad aderire a un progetto di finanziamento della durata di soli due mesi per la salvaguardia di un'area forestale situata in Costa Rica, che prevedeva la compensazione della sola emissione di CO₂ e riguardava un limitato quantitativo di bottiglie di acqua minerale (AGCM provv. n. 23278, 9 febbraio 2012, Ferrarelle – Impatto Zero). Come si è accennato, l'uso di un green claim che "inganna o è idonea ad ingannare il consumatore medio, anche se l'informazione in essa contenuta è di fatto corretta" integra una pratica commerciale ingannevole soggettiva. I vantaggi ambientali devono dunque essere precisamente circostanziati specificando, ad esempio, se essi riguardino un prodotto o l'intera attività produttiva. In particolare, nel provvedimento relativo al caso Acqua Sant'Anna l'Autorità ha precisato che la comunicazione pubblicitaria non può indurre il consumatore a ritenere che tutti i prodotti di un'azienda presentino dei vantaggi ambientali, in realtà propri di un solo prodotto. Nel caso di specie l'Autorità ha verificato che "i vantaggi ecologici utilizzati sono riferiti all'intera produzione annua del professionista (650 milioni di bottiglie a marchio "Sant'Anna") mentre solo una parte del tutto marginale di acqua minerale "Sant'Anna" [0,2%] è imbottigliata nella "BioBottle"" (AGCM, provv. n. 24046, 14 novembre 2012, Acqua Sant'Anna Biobottle). Ne discende che le asserzioni ambientali di Sant'Anna enfatizzavano oltre misura un beneficio ambientale, rappresentando, inoltre, contrariamente al vero, di aver realizzato "una performance ambientale straordinaria".

Autorità indipendenti, che non si accontentano più della co-regolazione, degli atti posti in consultazione pubblica, ma cooperano con il mercato per indirizzarlo verso quel *floor* minimo di diritti e tutele che corrispondono al welfare europeo continentale, nella forma ormai consolidata della 'regolazione partecipata'⁴⁵. Questa collaborazione è decisiva perché le Autorità indipendenti applicano le regole europee, regolamenti che sono direttamente applicabili, ma che, in taluni casi, necessitano per l'attuazione si rende necessaria l'adozione di provvedimenti attuativi, anche e soprattutto da parte delle stesse Autorità. Queste ultime, collaborando con i consumatori, chiudono un cerchio della regolazione che altrimenti resterebbe aperto: il consumatore diventa così 'cerniera' del sistema.

Le Autorità operano un rammendo costante, continuo, tra la regolazione europea e nazionale, e tra i 'silos regolatori' verticali e orizzontali (rispettivamente, regole settoriali dei diversi mercati e regole generali, che si applicano a tutti i settori, ma non sempre in modo univoco). Questo è uno dei motivi per cui è così rilevante la prassi delle Autorità, cui ormai il legislatore europeo (prima ancora che nazionale) ha attribuito competenze e poteri. Sono loro che contribuiscono a formare le regole via 'circolo regolatorio'⁴⁶: individuano sul mercato le best practices, le trasformano in standards e poi in norme, più o meno vincolanti. Lo fanno, in questa frammentazione, tutte con una stella polare: la trasparenza, elemento fondamentale, poiché la trasparenza riduce o elimina l'asimmetria informativa che preclude – o rende più complesso – il processo evolutivo del consumatore⁴⁷. La trasparenza è uno *spotlight*

⁴⁵ BASSAN, *Digital Platforms and Blockchains: The Age of Participated Regulation*, European Business Law Review, Vol. 34/7), 1103 ss.

⁴⁶ BASSAN, *Potere dell'algoritmo e resistenza dei mercati*, cit.

⁴⁷ La trasparenza come regola di condotta degli intermediari bancari e finanziari è paradigmatica. Ma la trasparenza è requisito anche dei contratti con il consumatore in senso più lato e il diritto alla correttezza, trasparenza e equità è un diritto essenziale dei consumatori previsto dall'art. 2 del codice del consumo. La trasparenza si lega a una puntuale informazione preventiva rivolta al consumatore, sul presupposto che la sua protezione passa anche e soprattutto attraverso strumenti che valgano a ridurre l'asimmetria informativa tra lo stesso ed il professionista, e alla formulazione delle clausole contrattuali, nella consapevolezza che non ci può essere vera trasparenza, se il consumatore non sia messo nella condizione di apprezzare chiaramente il contenuto del contratto. La trasparenza è il requisito

che permette al consumatore di condividere le informazioni perché le veda e sa dove trovarle, e in questo modo, ha più possibilità anche di orientare la regolazione, o comunque di renderla più efficace.

La trasparenza consente di separare il vero dal verosimile e capire, ad esempio, che le comunità energetiche sono utili ma non possono considerarsi la soluzione, se non inserite in un contesto integrato di interventi di sostenibilità; che il trasporto integrato gratuito può essere un incentivo più efficace della rottamazione delle auto, per chi un'auto nuova non la può comprare (e sono quelli che inquinano di più); che per consentire al consumatore una gestione corretta e consapevole dei propri dati occorre creare percorsi *ad hoc*. La soluzione alternativa è quella di imporre al consumatore la scelta tra mettere a disposizione i propri dati o pagare un compenso (spesso, un abbonamento) per ricevere un servizio: uno schema non più coerente con la realtà attuale.

7. Nello spazio di attuazione delle norme europee, residua quel poco di politica industriale in capo ancora agli Stati. Le Autorità indipendenti fanno politica industriale non solo vigilando ma anche regolando, anche adottando strumenti (standards, linee guida) che sono *Soft Law* solo in astratto, ma diventano vincolanti quando il mercato le fa proprie, a riprova del fatto che *via* regolazione partecipata, il rapporto tra soft law e hard law non è di contrapposizione ma di continuità.

Così, la Banca d'Italia pubblica comunicazioni sulla blockchain e prova ad adottare linee guida sugli *smart contracts*⁴⁸, ACN⁴⁹ e GPDP⁵⁰ pubblicano linee guida sulla crittografia, ARERA svolge un'attività regolatoria di fatto normativa. Le Autorità a tal

richiesto e perseguito anche per le piattaforme digitali, gli algoritmi, gli *smart contracts*. La letteratura sul punto è ampissima. Si rinvia a BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Cedam, 2020, 165 ss.

⁴⁸ Si veda per ora il Documento di giugno 2023, *Caratteristiche degli smart contracts*, frutto di un Protocollo di ricerca tra Banca d'Italia, Università di Roma Tre e Università Cattolica dell'ottobre 2022, disponibile online sul sito della Banca d'Italia. Attualmente il gruppo di lavoro è impegnato a predisporre Le Linee Guida.

⁴⁹ <https://www.cybersecitalia.it/crittografia-le-linee-guida-di-acn/28195/>

⁵⁰ <https://www.garanteprivacy.it/home/docweb/-/docweb-display/docweb/9962240>

fine collaborano tra loro, per evitare, almeno sul piano applicativo, la frammentazione delle regole di cui il legislatore europeo non si sta preoccupando. A questa forma di 'sussidiarietà orizzontale' si aggiunge, evidentemente, quella 'verticale' costituita dal rapporto tra autorità nazionali ed europee o, sempre più spesso, tra le prime e la Commissione europea. In questa dinamica, l'accentramento del potere ad opera della Commissione inizia a diventare una costante: DMA, DSA, regolamento sull'intelligenza artificiale sono gli esempi recenti più evidenti⁵¹. Iniziano pertanto ad emergere i primi tratti di una politica industriale europea, adottata dalla Commissione e attuata dalle autorità indipendenti, europee e nazionali; da cui da un lato, la disintermediazione dello Stato e dall'altro, la centralità del consumatore, nella qualità di 'esecutore finale' delle regole (nelle forme menzionate della regolazione partecipata) e non più solo beneficiario dei diritti che queste gli attribuiscono.

8. L'evoluzione del mercato passa per la tecnologia, e la pandemia è stato un fattore centrale di accelerazione. Ma la tecnologia è anche, potenzialmente, uno strumento di sostegno per l'evoluzione del consumatore. Infatti, un aspetto centrale è che oggi il consumatore gestisce in modo attivo e condiviso i propri diritti⁵². I dati personali sono divenuti ormai oggetto di crescente attenzione da parte di istituzioni e di imprese, per la straordinaria capacità di sviluppo che essi comportano. In molteplici ambiti, la possibilità di ricavare informazioni dalla loro analisi consente di godere di indiscutibili (e a volte non replicabili) vantaggi in termini di potere di mercato e di controllo dell'informazione. Gli esempi sono diversi: nel settore finanziario per la diffusione di prodotti e servizi innovativi (FinTech, TechFin); nel mercato per ampliare il potere di mercato (tramite la c.d. business intelligence e il behavioural advertising);

⁵¹ Si veda FALCE, *Piattaforme di ecosistemi digitali. Scelte proconcorrenziali* in *Riv. dir. industriale*, 2022, 172 ss.

⁵² OCCHIUZZI, *Consumatore attivo, protezione e patrimonializzazione dei dati personali*, in *Consumerism 2023*, Sedicesimo rapporto annuale, Il consumatore responsabile, attivo, partecipativo, 2023, disponibile alla pagina web: <https://www.consumersforum.it/iniziative/2023/5393-authority-2023.html>.

nella comunicazione politica (con riguardo alla manipolazione a fini elettorali).

La centralità del tema emerge dunque in modo trasversale: dall' 'open banking' all' 'open finance', passando per il 'Data Act': il nodo cruciale è sempre quello di garantire al consumatore 'la portabilità dei dati', e consentirgli una gestione consapevole, consentendone l'uso anche solo parziale a fornitori di servizi che operano in concorrenza tra loro.

Questo crea nuovi mercati e nuovi modelli di business. La Commissione europea, nella Comunicazione intitolata «*Una strategia 2019 europea per i dati*»⁵³: ha evidenziato che nel corso degli ultimi anni le tecnologie digitali hanno trasformato l'economia e la società, influenzando ogni settore di attività e la vita quotidiana dei cittadini e I dati sono un elemento centrale di tale trasformazione. L'innovazione guidata dai dati genererà benefici per la collettività, ad esempio tramite il miglioramento della medicina personalizzata, le nuove soluzioni di mobilità e il contributo al Green Deal europeo.

Ne consegue, come si è affermato⁵⁴, «che alcuni modelli di business, oggi spesso prevalenti nella prassi, si basano su operazioni di "scambio di dati", che prevedono la fornitura di servizi a titolo oneroso, con controprestazioni non monetarie ma basate sull'accesso, la comunicazione e l'uso, per fini economici, dei dati personali dell'interessato, con impiego in un "doppio mercato". Altri modelli fanno leva sempre sul trattamento di dati personali degli utenti, ma sono impostati su logiche riconducibili al fenomeno della c.d. *infomediation*, in cui le *data companies* si propongono – almeno formalmente – di agire in favore e per conto degli utenti, di cui

⁵³ COM(2020) 66 final del 19 febbraio 2020. In tale documento si legge anche lo scopo dell'azione annunciata dalla Commissione, ove la dimensione economica – vero obiettivo della strategia perseguita – non viene mai persa di vista: «*L'Europa mira a sfruttare i vantaggi di un migliore utilizzo dei dati, compresi una maggiore produttività e mercati competitivi, ma anche miglioramenti in materia di salute e benessere, ambiente, amministrazione trasparente e servizi pubblici convenienti. Le misure illustrate nel presente documento contribuiscono a un approccio globale all'economia dei dati. La presente comunicazione delinea una strategia per le misure politiche e gli investimenti a sostegno dell'economia dei dati per i prossimi cinque anni.*».

⁵⁴ P. OCCHIUZZI, *op. loc. cit.*

acquisiscono i dati, al fine di ottenere, presso fornitori terzi, la produzione di valore economico-monetario, che viene trasferito agli utenti previa decurtazione di una quota che remunera i servizi resi dalla *data company*».

Infine, la prassi evidenzia anche un business in crescita per le applicazioni che consentono al consumatore di proteggere i propri dati, anche mediante strumenti semplificati per negare il consenso all'utilizzo. In questi casi, la tecnologia cessa di essere solo una parte del problema e diventa parte anche della soluzione: costituisce un mezzo per eseguire le norme in modo automatico, le integra e ne consente un'evoluzione costante e contestuale a quella della tecnologia.

Quale che sia il modello, l'informazione e l'educazione del consumatore assumono un rilievo centrale: nel primo caso, ai fini della tutela per la verifica della corretta acquisizione del consenso; nel terzo caso, sono funzionali ad un nuovo concetto di tecnologia che diviene essa stessa strumento di tutela. Nel secondo caso, invece, il discorso è sensibilmente più complesso. Il consumatore evoluto diventa imprenditore di sé stesso, tramite lo sfruttamento in via diretta dei propri dati e l'indirizzo degli stessi verso le imprese più "meritevoli". Anche in questo caso l'utente altera le dinamiche di mercato ma in modo più diretto nell'ambito di una relazione bidirezionale: il consumatore contribuisce a garantire alle imprese più efficienti un patrimonio di dati necessario per essere competitivo sul mercato, a fronte di una remunerazione. Ed è per questo che le imprese consentono oggi alle persone fisiche che vi si iscrivono di immettere i propri dati in una sorta di conto/cassetta e di beneficiare di un "guadagno" ogni volta che il mercato richiede tali dati, in forma statistica, aggregata e anonima, per lo svolgimento della propria attività di targhettizzazione della clientela o per altri fini, come la creazione di database statistici o strumenti di *enrichment*.

Da questo quadro emerge che la tecnologia può essere dunque in molti casi non solo il problema, ma anche parte della soluzione. Permane, certo, l'esigenza di

evitare, con la monetizzazione dei dati, la patrimonializzazione della libertà. In assenza di un controllo effettivo sull'assenza di coartazione del consenso, infatti, si rischia di legittimare lo sfruttamento delle condizioni di fragilità (non solo economica ma anche cognitiva) che spesso connotano categorie di consumatori. Ma questo può non essere necessariamente un problema se le Autorità indipendenti svolgono un'efficace azione di repressione degli illeciti⁵⁵.

9. L'*empowerment* del consumatore si lega principalmente, come detto, agli sviluppi dell'innovazione tecnologica e della digitalizzazione. L'*open banking* e l'*open finance* presuppongono che il consumatore valuti e scelga come utilizzare i propri dati finanziari, nonché a chi concederne l'utilizzo assumendo un ruolo essenziale per personalizzare l'offerta di servizi bancari, finanziari e assicurativi.

Il consumatore può scegliere la controparte contrattuale in base alla personalizzazione delle offerte. Inoltre, il consumatore sceglie e cambia i fornitori dei gestori dei propri dati. Sono evidenti i vantaggi offerti da queste nuove opportunità in termini di personalizzazione dell'offerta, efficienza e risparmio di costi.

Ad esempio, grazie all'incontro tra l'industria assicurativa e il mondo digitale, il consumatore potrebbe gestire in modo attivo i propri dati personali e comportamentali e sfruttarne il potenziale in chiave di auto-gestione del rischio

⁵⁵ Al riguardo si deve notare che l'applicazione sinergica del Regolamento 2016/679 e della disciplina consumeristica alle transazioni servizi-contro-dati contribuisce colmare il *vulnus* di tutela, atteso che prende forma una rete di protezione a favore dell'utente, messa in campo dalle Autorità di concorrenza, dai Garanti della privacy e dalle Autorità responsabili dell'applicazione delle regole a tutela del consumatore. In questo senso si veda il commento al decreto legislativo di recepimento della Direttiva Omnibus del Presidente del Garante per la protezione dei dati personali il quale ha affermato che *“la misura più importante, tanto della direttiva quanto del decreto, è indubbiamente l'estensione del nucleo essenziale delle tutele consumeristiche alle ipotesi di scambio di servizi digitali o contenuti digitali, mediante supporto non materiale, a fronte di dati personali. Tale previsione sottende – come già nella direttiva 2019/770- un approccio realistico che, prendendo atto della diffusione dello schema transattivo servizi contro dati, estende le tutele consumeristiche a tali fattispecie (non definite “contratti” in conformità al parere del Garante europeo della protezione dati). Si tratta di una soluzione volta ad evitare il rischio di relegare questo tipo, del tutto particolare, di transazioni nell'area del giuridicamente irrilevante, a fronte di una diffusione ormai capillare delle zero-price strategies”*.

assicurato⁵⁶. Si tratta di opportunità di estrema rilevanza nell'ottica di accrescere l'interesse dei consumatori per le assicurazioni e di favorire la riduzione del *protection gap* ancora oggi riscontrabile nel nostro Paese.

In termini più generali, la gestione dei propri dati è il vero potere di cui oggi dispone il consumatore in ogni settore di attività che lo riguardi, abilitandolo allo svolgimento di nuove attività che, altrimenti, gli sarebbero precluse. In questo senso, di particolare impatto è il tema dell'*Open Finance*, che è forse la massima espressione di come la legislazione attuale (ad esempio PSD2) e quella futura (ad esempio la proposta di regolamento FIDA), puntino alla responsabilizzazione dei consumatori, rafforzandone il ruolo e mirando a garantire loro il controllo sui propri dati⁵⁷.

10. Alla luce di questo quadro, resta il dubbio se la figura del consumatore "evoluto" ipotizzata e in molti casi presupposta dal legislatore europeo sia già concreta, o se essa non sia disegnata e imposta dal legislatore perché la complessità del reale non può essere governata senza uno sforzo di collaborazione da parte di tutti. E' evidente che l'esigenza di assicurare un livello adeguato di tutele dei diritti individuali ma anche della collettività è così prioritario da imporre qualche sacrificio sul piano della tutela classica dei consumatori.

Occorre tuttavia capire quanta strada sia ancora da percorrere in questa

⁵⁶ CAMEDDA *Il consumatore-assicurato attivo e responsabile come motore della transizione digitale e sostenibile del mercato*, in *Consumerism 2023*, Sedicesimo rapporto annuale, Il consumatore responsabile, attivo, partecipativo, 2023, disponibile alla pagina web: <https://www.consumersforum.it/iniziative/2023/5393-authority-2023.html>), la quale osserva che: «la figura del consumatore responsabile e partecipe può, in qualche modo, già ritenersi insita nel settore assicurativo in ragione della stessa dimensione sociale ed economica del fenomeno regolato: invero, il contratto di assicurazione, se inteso in senso proprio, si caratterizza in ogni sua declinazione per la finalità di soddisfacimento dell'esigenza di sicurezza economica avvertita dall'assicurato in relazione al verificarsi di specifici eventi dannosi o attinenti alla vita umana. Ne consegue che il consumatore può considerarsi un soggetto responsabile già solo in virtù della sua scelta di ricorrere allo strumento assicurativo per garantirsi una forma di protezione da rischi che incombono sulla sua persona o sul suo patrimonio».

⁵⁷ Su questo tema v. FERRETTI, *L'Open Finance: Quali prospettive regolatorie per una strategia UE in materia di protezione dei consumatori nella finanza digitale?* in *BIS*, 2023, 277 ss.

direzione, quante barriere occorra abbattere, quanti ostacoli rimuovere, quanta educazione e quanta informazione trasparente siano necessarie.

A questo ultimo riguardo, ad esempio, si osserva che non deve cedere alla facile retorica che il consumatore – se adeguatamente educato e informato⁵⁸ – effettuerà necessariamente le proprie scelte privilegiando tematiche di salvaguardia ambientale. E però, dall'educazione e dall'informazione occorre partire, poiché proprio le asimmetrie oggi evidenti sul mercato sono trasversali, e dalla non adeguata consapevolezza emergono le distorsioni più evidenti, comuni, massive. In questo senso

Inoltre, altri fattori – ad esempio la valutazione di convenienza economica – potrebbero prevalere. Dal rinnovo del parco auto, alla cessione dei dati come alternativa all'abbonamento (alcuni social networks, oggi), le scelte in molti casi diventano obbligate. Occorre, dunque, individuare da un lato politiche pubbliche, nell'ambito delle attuali transizioni (digitale, ambientale), dall'altro specifici strumenti

⁵⁸ Osserva A. ZAMBON, *op. cit.*, 111 ss. che è bene chiedersi quale relazione intercorra tra la nozione di educazione del consumatore e la nozione di informazione del consumatore. Al riguardo, le tesi che possono essere sostenute sono essenzialmente due: una tesi della “distinzione debole” e una tesi della “distinzione forte”. In primo luogo, in base alla tesi della distinzione debole, la differenza tra informazione ed educazione del consumatore è di natura quantitativa: in entrambi i casi si ha a che fare con la messa a disposizione di nozioni al consumatore, ma le nozioni messe a disposizione sono di più nel caso dell'educazione, di meno nel caso dell'informazione. Dal punto di vista della quantità delle nozioni che vengono indirizzate al consumatore, dunque, l'educazione sarebbe una forma di informazione di livello superiore, mentre l'informazione sarebbe una forma di educazione di livello inferiore. In secondo luogo, in base alla tesi della distinzione forte, la differenza tra informazione ed educazione del consumatore è di natura qualitativa: educare il consumatore è attività diversa da quella consistente nell'informarlo nel senso che, se l'informazione consiste nella trasmissione di nozioni, l'educazione è qualcosa di diverso da ciò. Questa seconda tesi è ricavabile da molteplici riflessioni sul diritto dei consumatori, sviluppate dalla dottrina che si è occupata del diritto all'informazione e del diritto all'educazione dei consumatori e che precisa in cosa esattamente consista l'attività, distinta dall'informare, dell'educare il consumatore. Mentre informare, in questo caso, significa semplicemente mettere a disposizione delle informazioni, educare «non si limita [...] ad informare sulle caratteristiche tecniche delle diverse tipologie di prodotto», ma consiste nel trasmettere la «capacità di interpretare i dati e di confrontarli correttamente». Conclude l'A., 114, nel senso che: «informazione ed educazione siano connesse alla responsabilità del consumatore intesa come virtù in quanto contemporanei presupposti dell'adempimento del dovere del consumatore che, se preso seriamente da parte di quest'ultimo, permette di qualificarlo come responsabile. In altre parole, informazione ed educazione aprono, insieme, alla possibilità di essere considerati consumatori responsabili “di successo”». Su questi temi si rinvia a ROSSI CARLEO, *Il diritto all'informazione: dalla conoscibilità al documento informativo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 349 ss.

regolatori e di mercato che utilizzino la tecnologia per eliminare, o quantomeno ridurre l'incidenza del dato economico sulla scelta, così da garantire una inclusività effettiva e non astratta. La logica in cui muoversi è quella del *Nudge*, in cui l'architettura delle scelte è data dal legislatore e da scelte di *policy* che spingano i consumatori verso la giusta direzione⁵⁹.

Questi dati comuni consentono di raccogliere la figura del consumatore se non nell'unità del codice del consumo, almeno in un percorso evolutivo unico, riducendo l'effetto centrifugo delle regole di settore e la disarticolazione resa possibile dalla tecnologia e creando davvero, un consumatore sempre più 'evoluto'.

Maddalena Rabitti

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Roma Tre*

Fabio Bassan

*Ordinario di Diritto Internazionale
nell'Università degli Studi di Roma Tre*

⁵⁹ Vedi THALER – SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile*, Milano, 2009; SUNSTEIN, *Why Nudge?*, New Haven & London, 2014. L'idea è che gli sviluppi delle ricerche nel campo dell'economia comportamentale metterebbero i regolatori in condizione di intervenire sull' "architettura istituzionale" che fa da sfondo alle scelte dei consumatori, aiutandoli a compierle in maniera più consapevole. Attraverso questi meccanismi che sono stati descritti con l'espressione *Nudge*, ossia la spinta gentile che facilita i comportamenti virtuosi da parte degli attori del mercato, si attuerebbe una forma di *educazione* anche dei consumatori, che sarebbero in grado di operare scelte consapevoli tali da realizzare al meglio i loro interessi. Qualche forma di paternalismo può dunque essere giustificabile se rivolta a migliorare il benessere delle persone senza violarne la libertà di scelta, da qui la qualifica di "paternalismo libertario".

**MERCATO DIGITALE ED *EMPOWERMENT* DEL CONSUMATORE:
VERSO LA NECESSITÀ DI UNA NUOVA INTERPRETAZIONE DEL
CONSUMATORE 'MEDIO'. IMPLICAZIONI PER LA
REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO INTERNO DELL'UNIONE
EUROPEA***

(Digital market and consumer empowerment: towards a new interpretation of the 'average' consumer. Implications for the regulation of the internal market of the European Union)

ABSTRACT: *Il presente contributo rivisita il concetto di consumatore nell'ambito del diritto dell'UE alla luce del consolidamento e dell'espansione dei mercati digitali. Evidenzia l'inadeguatezza delle politiche di empowerment dei consumatori e il conseguente paradigma dell'informazione che ha dominato il diritto dei consumatori dell'UE. In particolare, l'articolo affronta i concetti giuridici di consumatore medio e vulnerabile che finora hanno permeato la regolamentazione dei mercati. Rileva che la nuova ondata di sforzi normativi per regolare i mercati digitali non si discosta dalla visione tradizionale della protezione dei consumatori. Al contrario, essi tendono a rafforzare ulteriormente i consumatori. È dunque necessaria una reinterpretazione della nozione di consumatore medio. In definitiva, questo contributo sostiene che nei mercati digitali una nuova e più ampia forma di vulnerabilità è la norma, e il consumatore medio è vulnerabile. Ciò implica che il legislatore dovrebbe affrontare le fonti di questa nuova vulnerabilità e cambiare radicalmente il modo in cui protegge i*

*Contributo approvato dai revisori.

Questa ricerca è stata condotta nell'ambito della Jean Monnet Chair in Digital Market Law (E-DSM), rif. E-DSM - 101047038 - GAP-101047038 e del Jean Monnet Network European Network on Digitalization and E-governance (ENDE), rif. ENDE - 101127038 - GAP-101127038. Il sostegno della Commissione europea alla ricerca non costituisce un'approvazione dei contenuti, che riflettono esclusivamente il punto di vista dell'autore. La Commissione non può essere ritenuta responsabile per l'uso che può essere fatto delle informazioni in essa contenute.

consumatori. In definitiva, l'articolo suggerisce che questa protezione dovrebbe avvenire attraverso disposizioni sostanziali ex ante che includano l'equità architettonica by default e by design.

This paper revisits the concept of the consumer under EU law in light of the consolidation and expansion of digital markets. It highlights the inadequacy of consumer empowerment policies and the ensuing information paradigm that has dominated under EU consumer law. In particular, it contrasts the legal concepts of both the average and the vulnerable consumer that so far have permeated the regulation of markets. It notes that the new wave of normative efforts to regulate digital markets does not depart from traditional views of consumer protection. On the contrary, they tend to empower consumers further. A reinterpretation of the notion of the average consumer is necessary. Eventually, this contribution puts forward that in digital markets a new broader form of vulnerability is the norm, and the average consumer is vulnerable. This implies that the legislator should tackle the sources of this new vulnerability and radically change the way it protects consumers. Ultimately, it suggests that this protection should occur by way of ex ante substantive provisions that include architectural fairness by default and by design.

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi - 2. La persistente influenza neo-classica nel diritto dei consumatori: il consumatore medio - 3. L'eccezione: il consumatore vulnerabile - 4. Mercati digitali ed empowerment del consumatore - 5. Il consumatore nei mercati digitali: la vulnerabilità come norma, non eccezione - 6. Riflessioni conclusive: la necessità della fine del paradigma informativo e di una nuova concettualizzazione del consumatore.

1. Non è certo una novità che la creazione e il consolidamento del mercato unico digitale siano una dichiarata priorità per il legislatore europeo.¹

¹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, Strategia per il mercato unico digitale in Europa,

Il percorso per realizzare la trasformazione digitale dell'UE entro il 2030 è volto a conseguire gli obiettivi del decennio nei settori delle competenze digitali, delle infrastrutture digitali e della digitalizzazione delle imprese e dei servizi pubblici.² Sorprendentemente, i consumatori non fanno parte direttamente e specificamente di questa ambiziosa agenda europea. Eppure, essi dovranno sempre più confrontarsi con questa nuova frontiera – se non addirittura diventarne dipendenti - man mano che i servizi si spostano sempre più verso il digitale e la vita privata e quella digitale divengono progressivamente intrecciate.

Allo stesso tempo, nella retorica e narrativa dell'Unione Europea la tecnologia dovrebbe dare più potere agli individui, mettendoli al centro dei mercati digitali come arbitri.³

Di pari passo, è da riconoscere come negli ultimi tempi il legislatore europeo sia stato particolarmente impegnato nell'attuazione di un programma di modernizzazione che, in una qualche misura, ha preso in considerazione la protezione dei consumatori, con la creazione di molteplici iniziative normative volte ad allineare le esigenze degli stessi alla spinta della digitalizzazione. Tra queste, il Regolamento sui mercati digitali (*Digital Markets Act -DMA*),⁴ il Regolamento sui servizi digitali (*Digital*

COM/2015/0192 final. Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen, A Union that strives for more - My agenda for Europe. Political guidelines for the next European Commission 2019-2024, 16 luglio 2019.

² Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, Bussola per il digitale 2030: il modello europeo per il decennio digitale, COM/2021/118 final; Commissione europea, Un percorso per il decennio digitale: governance comune e coordinamento degli investimenti per la trasformazione digitale dell'UE entro il 2030 (15 settembre 2021);

³ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, Nuova agenda dei consumatori - Rafforzare la resilienza dei consumatori per una ripresa sostenibile, COM/2020/696 final.

⁴ Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (regolamento sui mercati digitali), GU L 265 del 12.10.2022, 1–66.

Services Act -DSA),⁵ la proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale (*Artificial Intelligence Act - AIA*),⁶ la proposta di Regolamento sull'accesso equo ai dati e sul loro utilizzo (*Data Act*)⁷ - oltre a normative chiave per il dominio digitale quale il Regolamento sulla protezione dei dati personali (GDPR)⁸ e a normative settoriali quali la revisione della direttiva sul credito al consumo⁹ e la direttiva sui sistemi di pagamento (PSD2),¹⁰ solo per nominarne alcune.

Affrontare le esigenze di specifici gruppi di consumatori, ivi inclusi alcuni aspetti della vulnerabilità degli stessi, è uno degli obiettivi più critici della Nuova Agenda dei Consumatori (*New Consumer Agenda*).¹¹ Ad esempio, si sottolineano in modo specifico le esigenze di consumatori sovra-indebitati, minori di età e disabili. Tuttavia, seppure apprezzabile negli intenti, il difetto principale di queste politiche e dei risultanti atti normativi è che rimangono permeati di vecchi concetti e paradigmi che già faticavano a proteggere i consumatori nel c.d. mondo analogico.

In una certa misura, a causa dell'asimmetria informativa, della differenza di potere negoziale e della relativa mancanza di trasparenza spesso insita nei rapporti di diritto privato tra i singoli consumatori e le imprese fornitrici di beni e servizi, nonché

⁵ Regolamento (UE) 2022/2065 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE (regolamento sui servizi digitali), GU L 277 del 27.10.2022, 1–102.

⁶ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'unione, COM/2021/206 final.

⁷ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante norme armonizzate sull'accesso equo ai dati e sul loro utilizzo (normativa sui dati), COM/2022/68 final.

⁸ Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati), GU L 119 del 4.5.2016, 1–88.

⁹ Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 ottobre 2023, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE, GU L, 2023/2225, 30.10.2023.

¹⁰ Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, GU L 337 del 23.12.2015, 35–127 – la cui revisione è al momento al vaglio della Commissione europea.

¹¹ Cit. nota 3.

a causa del rischio sempre presente di cadere vittima di pratiche commerciali scorrette, tutti i consumatori possono essere considerati come parte ‘debole’ o ‘vulnerabile’.¹² Ciò è specialmente vero nel caso di mercati caratterizzati da transazioni particolarmente complesse, in cui i consumatori sono spesso poco preparati a prendere decisioni oculate. Esempi tradizionali sono rappresentati dal mercato finanziario e dal mercato dei servizi di interesse generale, non solo a causa di asimmetrie informative tra le parti o di un limitato livello educativo dei consumatori, ma anche a causa di complessità o altri fattori inerenti ai mercati che spingono gli individui verso scelte incoerenti con le proprie esigenze nel lungo termine.¹³

L'Unione Europea, pur riconoscendo le insidie di questi mercati problematici, sembra in gran parte non volersi discostare dal suo tradizionale e inflessibile standard di comportamento dei consumatori, basato sull'ideale del c.d. consumatore ‘medio’ come agente del mercato ragionevolmente ben informato e attento, al quale è sufficiente fornire adeguate informazioni per riequilibrare il rapporto commerciale con le imprese. Tuttavia, le carenze del paradigma informativo tradizionale diventano particolarmente evidenti nei casi in cui la quantità e la complessità delle informazioni disponibili, nonché la complessità dei prodotti e servizi stessi e sottostanti tecnologie, rendono paradossalmente più difficile per il consumatore non specializzato prendere decisioni informate.

Alla luce di questi problemi, il presente saggio si propone di contrastare questo standard di consumo del legislatore, specialmente alla luce delle complessità dei mercati digitali e sofisticazione delle sottostanti tecnologie.

¹² In questa sede non è possibile dar conto in modo esaustivo della abbondante letteratura scientifica in merito. Sia consentito a titolo meramente esemplificativo rinviare all'autorevole ALPA, CATRICALA', *Diritto dei Consumatori*, Bologna, 2016; Fra i più recenti, PAGLIANTINI, *Il consumatore “frastagliato”*, Pisa, 2021; BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Milano, 2020.

¹³ CORRIAS, *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2022; CARTWRIGHT, *Understanding and Protecting Vulnerable Financial Consumers*, in 38(2) *Journal of Consumer Policy*, 2015, 119.

2. Storicamente, il diritto dei consumatori si è sviluppato in continuità con l'economia neoclassica. Quest'ultima parte dalla premessa che gli individui cercano di massimizzare l'utilità del consumo e sono in grado di compiere scelte oculate una volta ottenute tutte le informazioni rilevanti su un prodotto. Pertanto, l'utilizzo del modello economico neoclassico tradizionale implica la comprensione del consumatore come un *homo oeconomicus*, vale a dire un soggetto che agisce in modo sempre razionale, capace di prendere in considerazione tutte le informazioni disponibili, comprendendole appieno ed elaborandole, nonché in grado di soppesare tutte le opzioni a propria disposizione prima di giungere a una decisione perfettamente informata e logica. Questa visione, a sua volta, implica che i consumatori vengano considerati come agenti attivi arbitri dei mercati, poiché la capacità di ottimizzare le proprie scelte costringerebbe i mercati ad autoregolarsi.¹⁴

In questo quadro, il diritto dei consumatori si è evoluto sulla premessa che nel mercato esiste uno squilibrio tra consumatori e imprese, laddove sono soprattutto le asimmetrie informative a causare una sostanziale differenza nel potere contrattuale delle parti in grado di portare a un'importante inefficienza del mercato (*market failure*). Pertanto, a fronte di agenti economici contrattualmente deboli e in una condizione di intrinseca vulnerabilità, il diritto dei consumatori è stato concepito come mezzo per riequilibrare il mercato, proteggendo il contraente debole nel rapporto con le imprese.¹⁵

Nella narrativa economica neoclassica c'è sempre stata, e per molti versi c'è ancora, una forte convinzione che l'efficienza allocativa delle risorse debba essere lasciata al mercato più che alla regolamentazione,¹⁶ anche in quelle giurisdizioni dove

¹⁴ Per tutti, ALPA, CATRICALA', *Diritto dei Consumatori*, cit.; MICKLITZ, REICH, ROTT, TONNER, *European Consumer Law*, Cambridge, 2014; HOWELLS, WEATHERILL, *Consumer Protection Law*, Aldershot, 2005; WEATHERILL, *EU consumer law and policy*, Cheltenham, 2013; ZORZI GALGANO, *Il consumatore medio ed il consumatore vulnerabile nel diritto comunitario*, in *Contratto E Impresa Europa*, 2010, 442.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ CSERES, *Competition Law and Consumer Protection*, The Hague, 2005, 178.

il diritto dei consumatori viene concepito nel contesto di un'attenzione di più ampio respiro sociale, come avviene ad esempio nella maggior parte dei paesi membri dell'Unione Europea.¹⁷

Pertanto, il diritto dei consumatori dell'UE si è rapidamente orientato verso l'utilizzo dell'informazione come strumento primario di regolamentazione. Più o meno fin dagli albori, si è riconosciuto che la concorrenza nei mercati può funzionare solo se i consumatori dispongono di tutte le informazioni necessarie per prendere decisioni economiche efficienti. Di conseguenza, i rimedi informativi offerti dalla regolamentazione sono diventati rapidamente una scorciatoia largamente adottata per la correzione dei mercati.¹⁸ Tale tendenza e tecnica normativa si è protratta fino ai tempi recenti. Anzi, vale la pena notare come nel tempo l'interpretazione del paradigma dell'informazione da parte dell'UE si sia estesa e divenuta sempre più pervasiva, se non invasiva. Si veda, per esempio, come la direttiva sul credito al consumo¹⁹ non solo abbia imposto ai creditori di fornire ai consumatori informazioni esaurienti, ma anche di renderle accessibili in forma standardizzata.²⁰ La direttiva sulle pratiche commerciali sleali²¹ ha fatto un ulteriore passo avanti: la sua formulazione mostra un tentativo di conciliare i due obiettivi della libertà del mercato interno e di un'adeguata protezione dei consumatori, passando dall'approccio di armonizzazione minima delle direttive precedenti a quello di massima armonizzazione. Con questo approccio, il diritto europeo del consumatore diviene in

¹⁷ RUTGERS, *European Contract Law and the Welfare State*, Zutphen, 2012; DOMURATH, *Consumer Vulnerability and Welfare in Mortgage Contracts*, Oxford, 2017.

¹⁸ SICILIANI, RIEFA, GAMPER, *Consumer Theories of Harm, an Economic Approach to Consumer Law Enforcement and Policy Making*, Oxford, 2019, 19.

¹⁹ Cit. nota 9.

²⁰ DOMURATH., *The Case for Vulnerability as the Normative Standard in European Consumer Credit and Mortgage Law – An Inquiry into the Paradigms of Consumer Law*, in (2018) 2 *EuCML* (2018), 124.

²¹ Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2005, relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio («direttiva sulle pratiche commerciali sleali»), GU L 149 dell'11.6.2005, 22–39.

grado di limitare la discrezionalità degli Stati Membri per quanto riguarda la possibilità di introdurre elementi di carattere sociale nella recezione delle norme sulla protezione dei consumatori, pur mantenendo il criticato elemento di responsabilizzazione degli stessi.²²

D'altra parte, l'uso di uno standard elevato di consumatore sembra essere in linea con la considerazione che il regime di protezione dei consumatori dell'UE viene generalmente governato da considerazioni economiche e non sociali. Come scrive Norbert Reich, infatti, la protezione dei consumatori intesa come forma di protezione sociale è generalmente di competenza della legislazione nazionale degli Stati membri, non certo della UE.²³

L'impostazione adottata dal legislatore europeo - e a cascata dai legislatori nazionali - è pertanto stata quella di obbligare i mercati a fornire il maggior numero di informazioni possibili, senza curarsi troppo dell'efficienza di tale strumento, nella convinzione che il consumatore 'razionale e responsabile' sarebbe stato in grado di fare il resto.

In una tale ottica, nel quadro del diritto europeo, l'informazione è stata elevata da 'metodo' a 'diritto' ed è considerata, a torto o a ragione, il più fondamentale diritto specifico del consumatore.²⁴

Quando l'informazione è sovrana, al consumatore viene data la responsabilità di prestare attenzione, utilizzare gli strumenti messi a disposizione per difendersi dagli eccessi del mercato e valutare l'adeguatezza o meno dell'offerta alle proprie esigenze. Non sorprende, pertanto, che la posizione di default delle Corti di giustizia nell'UE sia stata, e continui a essere, quella per cui i consumatori siano dotati di

²² REICH, *Vulnerable Consumers in EU Law*, in LECZYKIEWICZ e WEATHERILL, *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, Oxford, 2018, 139.

²³ Ibid.

²⁴ Nella causa *GB- INNO- BM contro Confédération du Commerce Luxembourgeois* del 7 marzo 1990, ECLI: ECLI:EU:C:1990:102, la Corte di giustizia europea ha confermato come l'informazione ai consumatori sia 'sovrana'. In letteratura, STUYCK, *European consumer law after the Treaty of Amsterdam: Consumer policy in or beyond the internal market* in 37 *Common Market Law Review*, 2000, 367.

elevate facoltà cognitive in grado di digerire le informazioni ad essi fornite. Parallelamente al paradigma dell'informazione, così, la giurisprudenza ha sviluppato la nozione di consumatore 'medio' come punto di riferimento. Nell'interpretare il termine giuridico 'consumatore' come "persona fisica che (...) agisce per fini che non rientrano nel quadro della sua attività professionale",²⁵ la Corte di giustizia ha dovuto determinare l'entità della protezione da accordare a chiunque rientri nell'ambito di applicazione del termine. In linea con casi precedenti in cui la questione si poneva in via incidentale,²⁶ la Corte ha costruito la sua decisione sulle aspettative di un 'consumatore medio ragionevolmente informato e ragionevolmente attento e avveduto'.²⁷

La giurisprudenza della Corte di giustizia europea ha continuato a utilizzare la formula *Gut Springenheide* per interpretare il comportamento del consumatore medio stabilendo un chiaro precedente giuridico,²⁸ peraltro introdotto anche nella legislazione europea in materia di tutela dei consumatori con la direttiva sulle

²⁵ Definito per esempio dalla Direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori GU L 95 del 21.4.1993, 29–34 e dalla Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE, GU L 133 del 22.5.2008, 66–92.

²⁶ Si vedano, ad esempio, le cause C-238/89 *Pall Corp. contro P.J. Dahlhausen & Co.* del 13 dicembre 1990, ECLI:EU:C:1990:473; C-126/91 *Schutzverband gegen Unwesen in der Wirtschaft e.V. contro Yves Rocher GmbH* del 18 maggio 1993 ECLI:EU:C:1993:191; C-315/92 *Verband Sozialer Wettbewerb eV contro Clinique Laboratoires SNC e Estée Lauder Cosmetics GmbH* del 2 febbraio 1994, ECLI:EU:C:1994:34; C-456/93 *Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV contro Privatkellerei Franz Wilhelm Langguth Erben GmbH & Co. KG* del 25 giugno 1995, ECLI:EU:C:1995:206. Di particolare interesse è la causa C-470/93 *Verein gegen Unwesen in Handel und Gewerbe Köln eV contro Mars GmbH* del 6 luglio 1995, ECLI:EU:C:1995:224, in quanto segna il primo riferimento esplicito alla categoria dei "consumatori ragionevolmente avveduti".

²⁷ Causa C-210/96 *Gut Springenheide GmbH e Rudolf Tusky contro Oberkreisdirektor des Kreises Steinfurt - Amt für Lebensmittelüberwachung* del 16 luglio 1998, ECLI:EU:C:1998:369.

²⁸ Si vedano, per esempio, le cause C-342/97 *Lloyd Schuhfabrik Meyer & Co. GmbH contro Klijsen Handel BV* del 22 giugno 1999, ECLI:EU:C:1999:323; C-465/98 *Verein gegen Unwesen in Handel und Gewerbe Köln eV contro Adolf Darbo AG* del 4 aprile 2000, ECLI:EU:C:2000:184; C-239/02 *Douwe Egberts NV v Westrom Pharma NV and Christophe Souranis, carrying on business under the commercial name of "Etablissements FICS" and Douwe Egberts NV contro FICS-World BVBA* del 15 luglio 2004, ECLI:EU:C:2004:445. In letteratura, si vedano in particolare DE GIULI, *Sul concetto di "vulnerabilità" secondo la Corte di Giustizia UE*, in *Diritto Penale e Uomo*, 2020, 1; PONCIBO', *Il consumatore medio*, in *Contratto Impresa Europa*, 2007, 756-757; INCARDONA, PONCIBO', *The average consumer, the unfair commercial practices directive and the cognitive revolution in 30 Journal of Consumer Policy*, 2007, 21.

pratiche commerciali sleali,²⁹ la quale nell'articolo 2 fa esplicito riferimento al comportamento economico del consumatore medio di un determinato prodotto nella definizione di 'pratica commerciale sleale'.³⁰

L'assunto, pertanto, diventa che il consumatore medio non possa essere facilmente ingannato, stabilendosi uno standard elevato che pone l'accento sull'responsabilizzazione, autosufficienza e trasferimento di potere al consumatore agente economico attivo (*consumer empowerment*).

Un tale standard di consumatore è stato già ampiamente criticato dal mondo accademico come irrealisticamente esigente, eccessivamente semplificato e, più in generale, come una finzione giuridica lontana dal comportamento effettivo del singolo consumatore, sia in termini di informazione che di ragionevolezza.³¹

L'idea dell'*empowerment* del consumatore come 'Sacro Graal' della strategia dell'UE, spesso combinata con politiche di deregolamentazione del mercato, diviene di difficile accettazione se rapportata al sovraccarico di informazioni, alla crescente complessità (a volte artificiale) dei mercati e alle modalità eccessivamente (spesso artificialmente) complesse con cui vengono fornite le informazioni essenziali. In un tale contesto di mercato, nella realtà i consumatori finiscono spesso per essere

²⁹ Cit. nota 21.

³⁰ Si noti altresì come il Considerando 18 del preambolo chiarisca che la direttiva "prende come riferimento il consumatore medio, ragionevolmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, tenendo conto dei fattori sociali, culturali e linguistici, secondo l'interpretazione della Corte di giustizia".

³¹ Si veda, senza pretesa di completezza, HOWELLS, *The potential and limits of consumer empowerment by information*, in *Journal of law and Society*, 2005, 349; BEN SAHAR, SCHNEIDER, *More than you wanted to know – the failure of mandated disclosure*, Princeton, 2016; RABITTI, *Il consumatore vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2023; PAGLIANTINI, *Il consumatore "frastagliato"*, cit.; MICKLITZ, *The consumer: marketised, fragmentised, constitutionalised*, in LECZYKIEWICZ, WEATHERILL, *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, Oxford, 2018, 21; MEZZASOMA, *Consumatore e Costituzione*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2015, 311; NATOLI, *L'abuso di dipendenza economica. Il contratto e il mercato*, Napoli, 2004; PERLINGERI, *Il diritto privato europeo tra riduzionismo economico e dignità della persona*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 345-360; CORRIAS, *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, cit.; RUBINO, *L'evoluzione della nozione di "consumatore" fra tutela dei diritti della persona, economia collaborativa e futuro del mercato interno dell'Unione Europea*, in AA.VV. *Dialoghi con Ugo Villani*, Bari, 2017, 363; GENTILI, *La nullità di protezione*, in *Eur. Dir. priv.*, 2011, 79.

esautorati, agendo così in modo meno informato e meno avveduto, in netto contrasto con gli obiettivi stessi dall'UE.³² Non ci si può certo aspettare che un consumatore reale sia sempre in grado di comprendere e/o disposto a valutare in modo approfondito la quantità di informazioni a sua disposizione prima di prendere una decisione di consumo; né ci si può aspettare che compia scelte perfettamente razionali, non offuscate da emozioni e influenze sociali di vario tipo.³³

All'opposto, in questa sede si sostiene perfino che per i consumatori sia razionale essere passivi o disimpegnati, un meccanismo attraverso il quale essi diventano vulnerabili o che amplifica una vulnerabilità già esistente. In questo senso, peraltro, si può arguire che i settori di mercato più problematici siano proprio i settori più essenziali per il benessere dei consumatori, tra cui alcuni servizi di interesse generale come l'energia e le telecomunicazioni, nonché il settore dei servizi finanziari, spesso tacciato di essere caratterizzato da un'inutile complessità dei prodotti, mancanza di trasparenza all'interno delle imprese e mancanza di fiducia nelle imprese stesse, cattiva o insufficiente consulenza e/o commissioni nascoste per gli intermediari con conseguenti vendite inadatte di prodotti, o costi e rischi elevati rispetto ai ricavi degli investimenti.³⁴

Come si vedrà oltre, lo stesso dicasi per un mercato digitale che permea sempre più in modo essenziale la società contemporanea.

³² Cfr. BEUC, *EU Consumers' 2020 Vision* (2012) <https://www.beuc.eu/publications/2012-00316-01-e.pdf>.

³³ INCARDONA, PONCIBO', *The average consumer, the unfair commercial practices directive and the cognitive revolution*, cit.

³⁴ BERTI DE MARINIS, *La tutela del cliente vulnerabile*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2018, 651; CARTWRIGHT, *Banks, Consumers and Regulation*, Oxford, 2004; CARTWRIGHT, *Understanding and Protecting Vulnerable Financial Consumers*, cit.; JOHNSTON, *Seeking the EU 'Consumer' in Services of General Economic Interest* in LECZYKIEWICZ, WEATHERILL, *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, Oxford, 2018, 93; MICKLITZ, DOMURATH, *Consumer debt and social exclusion in Europe*, Farnham, 2015; MICKLITZ, *Access to, and exclusion of, European consumers from financial markets after the global financial crisis*, in WILSON, *International responses to issues of credit and over-indebtedness in the wake of the crisis*, Farnham ; 2013, 47.

3. Il benchmark del consumatore ‘medio’ può essere utilizzato per prendere in esame i concetti di ‘debolezza del consumatore’ e ‘vulnerabilità’. Questo in quanto la nozione di consumatore ‘vulnerabile’ è stata sviluppata per distinguere il consumatore meno abile rispetto ai suoi pari c.d. ‘medi’.

Il concetto di vulnerabilità è problematico, in primo luogo perché non in linea con gli obiettivi economici originari del diritto dei consumatori sopra esaminati. In secondo luogo, la difficoltà concettuale, e giuridica, derivano dalla stigmatizzazione di alcuni consumatori nei confronti di altri. Attraverso questa lente, i consumatori vulnerabili sono visti come consumatori di rango inferiore, non capaci come le controparti ‘medie’. Così, il concetto di ‘vulnerabilità’ viene classificato come ‘inferiorità rispetto alla media’, non da ultimo nella direttiva sulle pratiche commerciali sleali, dove i consumatori vulnerabili vengono presentati come di rango inferiore rispetto alla media per via della loro infermità mentale o fisica, età o credulità.³⁵

Un più ampio concetto di ‘vulnerabilità’ è per molti versi legato all’influenza dell’economia comportamentale (*behavioural economics*), la disciplina che incorpora lo studio della psicologia nell’analisi economica per riconoscere i limiti che i consumatori hanno nel valutare le informazioni e nel compiere scelte razionali. Riconoscendo che in realtà i consumatori non prendono spesso decisioni razionali o logiche, e che le imprese possono sfruttarne i pregiudizi comportamentali per indirizzare a proprio vantaggio il comportamento dei consumatori, l’economia comportamentale cerca di comprendere come tali meccanismi si sviluppino e se ne possano superare i pregiudizi.³⁶

³⁵ Cfr. Articolo 5(3) della direttiva sulle pratiche commerciali sleali, cit. Nella dottrina italiana, per tutti si vedano i contributi in CORRIAS, PIRAS, *I soggetti vulnerabili nell’economia, nel diritto e nelle istituzioni*, Napoli, 2021.

³⁶ Questa disciplina è stata introdotta da KHANEMAN, TVERSKY, *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, in 47 *Econometrica*, 1979, 263. KHANEMAN, TVERSKY, *Loss aversion in riskless choice: A reference dependent model*, in 106 *Quarterly Journal of Economics*, 1991, 1039; KHANEMAN, TVERSKY, *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in 185 *Science*, 1974,

Così, la dottrina è andata oltre alla valutazione delle caratteristiche strettamente personali (età, genere, localizzazione geografica, istruzione e lingua) per prendere in considerazione una gamma sempre più ampia di fattori socio-economici, oltre a osservare come elementi esterni possano creare, influenzare o rafforzare le vulnerabilità. Precursore di questo mutamento dottrinale lo si deve al lavoro di David Caplovitz, che già negli anni sessanta ha evidenziato la situazione di fattiva vulnerabilità dei consumatori a basso reddito.³⁷ Più recentemente, Martha Fineman ha sviluppato una teoria della vulnerabilità che serve sempre più come punto di riferimento per lo studio del diritto dei consumatori.³⁸ Fineman concepisce la vulnerabilità come un'esperienza universale e sempre presente, che può emergere in qualsiasi momento per via di circostanze individuali o da quella che l'autore definisce *embeddedness* (cioè il rapporto o l'integrazione di un individuo con le istituzioni, la società e la cultura che lo circondano). L'approccio di Fineman si concentra così sulla struttura della società e adotta una visione più sostanziale del concetto di uguaglianza. Tale teoria è utile in un contesto consumeristico perché elimina la necessità di categorizzare gli individui e, nel caso dei consumatori, evita di stigmatizzare i consumatori vulnerabili, troppo spesso percepiti come coloro che non possono, o non possono più, far fronte alle esigenze della moderna società dei consumi.³⁹

Riflettendo sul diritto europeo, si sarebbe potuto pensare che il lavoro della Commissione europea potesse mostrare un'apertura normativa verso le più recenti

1124. Tale disciplina è stata ulteriormente sviluppata da THALER e SUNSTEIN, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, 2008, i quali hanno portato aspetti dell'economia comportamentale, come la teoria dei *nudge*, nelle politiche legislative dominanti. La teoria dei *nudge* sostiene che i processi decisionali e i comportamenti possono essere influenzati attraverso suggerimenti e rinforzi indiretti con un'efficacia pari o superiore a quella che può essere ottenuta attraverso l'imposizione di regole, leggi o istruzioni dirette.

³⁷ CAPLOVITZ, *The Poor pay more*, New York, 1967.

³⁸ FINEMAN, *The Vulnerable Subject: Anchoring Equality in the Human Condition*, in *20 Yale Journal of Law and Feminism*, 2008, 1; FINEMAN, *Vulnerability and Inevitable Inequality*, in *4 Oslo Law Review*, 2017, 133.

³⁹ *Ibid.*

teorie comportamentali e il riconoscimento dei consumatori vulnerabili. Il Rapporto sulla vulnerabilità dei consumatori nei mercati chiave dell'unione europea ha infatti proposto l'adozione di una definizione più esaustiva di consumatore vulnerabile, sottolineando come le caratteristiche socio-demografiche, le caratteristiche comportamentali, la situazione personale o l'ambiente di mercato possano avere un effetto decisivo sul consumo. La Commissione evidenzia come a causa di una combinazione di questi fattori, i consumatori siano più a rischio di subire esiti negativi sul mercato, abbiano una capacità limitata nel massimizzare il proprio benessere, abbiano difficoltà a ottenere o assimilare informazioni, siano meno in grado di scegliere o accedere a prodotti adeguati, o siano più suscettibili a subire determinate pratiche di marketing.⁴⁰

Questo modesto spiraglio non trova tuttavia eco nel diritto dell'UE e, a cascata, nel diritto nazionale degli Stati Membri, dove permane una concettualizzazione limitata della vulnerabilità dei consumatori.

Vale comunque la pena ricordare che, nonostante la maggior parte della giurisprudenza della Corte di giustizia europea continui a perseguire fedelmente il paradigma dell'informazione al consumatore medio,⁴¹ in rari casi la Corte stessa ha adottato un approccio più protettivo.⁴² Tale orientamento ha tuttavia avuto una portata molto limitata, applicabile solo in contesti specifici, rimanendo un'eccezione alla regola generale dell'interpretazione del consumatore come ragionevolmente

⁴⁰ Commissione Europea, *Consumer vulnerability across key markets in the European Union* (Gennaio 2016), <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/79b42553-de14-11e6-ad7c-01aa75ed71a1>

⁴¹ Da ultimo, si vedano le cause C-139/22 *AM and PM contro mBank S.A.* del 21 settembre 2023, ECLI:EU:C:2023:692; C-265/22 *ZR e PI contro Banco Santander, SA.* del 13 luglio 2023, ECLI:EU:C:2023:578.

⁴² La prima e più significativa di queste decisioni è stata la sentenza della Corte nella causa C-382/87 *R. Buet e Educational Business Services (EBS) SARL contro Pubblico Ministero* del 16 maggio 1989, ECLI:EU:C:1989:198, dove ha ritenuto che un regolamento francese che vietava la vendita porta a porta di materiale didattico non costituisse una restrizione sproporzionata alle disposizioni del Trattato UE sulla libera circolazione delle merci, dato che il potenziale acquirente solitamente appartiene a una categoria di persone che, per un motivo o per l'altro, sono poco istruite e cercano di colmare una tale mancanza, rendendoli particolarmente vulnerabili di fronte ai venditori di materiale didattico.

avveduto, applicabile solo nei casi in cui la Corte ha esaminato la legislazione nazionale che fornisce una protezione aggiuntiva a un gruppo ristretto e specifico di consumatori.⁴³

Tuttavia, con la più recente legislazione dell'UE in materia di tutela dei consumatori che propende per un approccio di armonizzazione totale - sia in generale che nel contesto specifico delle vendite fuori dai locali commerciali - è dubbio che si possano verificare eccezioni nazionali che possano portare al medesimo risultato.³³

4. Procedendo con una disamina verso il mercato digitale, occorre sin da subito rilevare come la percezione del consumatore non sia cambiata.

Al contrario, le politiche e la regolamentazione UE puntano sempre più sul c.d. *empowerment* dei consumatori, rafforzandone il ruolo e mirando a garantire loro modalità più immediate per ottenere informazioni, confrontare prodotti e condividere esperienze, oltre che ad avere il controllo sui propri dati.

È interessante rimarcare come la Nuova Agenda dei Consumatori osservi come questi ultimi siano la parte più debole di una transazione e che necessitino di protezione per la salute, sicurezza e interessi economici. Si sottolinea che alcuni gruppi possono essere particolarmente vulnerabili, per cause legate alla situazione sociale o a particolari caratteristiche (età, genere, salute, alfabetizzazione digitale, capacità di calcolo o situazione finanziaria, mancanza di accessibilità).⁴⁴

Tuttavia, una rapida carrellata della regolamentazione in essere, o prospettata, dal legislatore europeo evidenzia una mancanza di discostamento dalla visione del consumatore medio tradizionalmente inteso, all'opposto rinforzandone la responsabilizzazione in talune fattispecie nell'aspirare a porre i consumatori al centro

⁴³ Un ridotto numero di decisioni successive presentano argomentazioni simili. Si veda, per esempio, la causa C-441/04 *A-Punkt Schmuckhandel contro Claudia Schmidt* del 23 febbraio 2006, ECLI:EU:C:2006:141.

⁴⁴ Nuova Agenda dei Consumatori, cit. nota 3.

del progetto digitale e in pieno controllo dei propri dati.⁴⁵

Il *DMA*, considerata un'iniziativa a tutela dei consumatori, cerca di promuovere la concorrenza nei mercati digitali tenendo sotto controllo le grandi piattaforme online e imponendo obblighi per favorire la libera scelta, ad esempio attraverso la portabilità.⁴⁶ Tuttavia, la normativa non menziona affatto situazioni di vulnerabilità.

Allo stesso modo, il *DSA*, incentrato sulla protezione dei consumatori, cerca di garantire fiducia nell'economia digitale con una sezione dettagliata sui mercati online e norme ritenute complementari all'*acquis* in materia di protezione dei consumatori⁴⁷ - in particolare la direttiva (UE) 2019/2161 che stabilisce norme specifiche per aumentare la trasparenza di alcune caratteristiche offerte da determinati servizi della società dell'informazione.⁴⁸ Tuttavia, nel *DSA* la vulnerabilità dei consumatori viene appena menzionata. Nelle rare occasioni in cui questo avviene, la concettualizzazione della vulnerabilità è ancora molto limitata. In piena continuità con il passato, il *DSA* si concentra sul genere, razza o origine etnica, religione o convinzioni personali, disabilità, età o orientamento sessuale come fattori che rendono gruppi o persone vulnerabili o svantaggiate nell'uso dei servizi digitali. La visione della vulnerabilità rimane ancora molto ancorata a fattori personali, così come avviene nel caso della

⁴⁵ Si veda, ad esempio, la strategia UE sull'Open Finance, con dichiarata intenzione del legislatore di porre i consumatori al centro del progetto, conferendo loro pieno controllo sui propri dati, consapevolezza sul relativo utilizzo e protezione da usi impropri. Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, COM/2020/591 final; Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di pagamenti al dettaglio per l'UE, COM/2020/592 final; Commissione europea, Targeted consultation on open finance framework and data sharing in the financial sector, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-open-finance_en.

⁴⁶ Cit. nota 4.

⁴⁷ Cit. nota 5.

⁴⁸ Direttiva (UE) 2019/2161 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori, GU L 328 del 18.12.2019, 7–28.

normativa in materia di protezione dei dati personali (GDPR), che considera come sensibili i dati inerenti a tali categorie.⁴⁹

Parimenti, l'AIA⁵⁰ si concentra principalmente su attributi personali. La proposta di regolamento vieta alcune pratiche di intelligenza artificiale che abbiano un potenziale significativo di manipolare le persone attraverso tecniche subliminali al di là della loro coscienza o di sfruttare le vulnerabilità di specifici gruppi vulnerabili, come i bambini o le persone con disabilità, al fine di distorcere materialmente il loro comportamento in modo tale da causare a loro o a un'altra persona danni psicologici o fisici. Altre pratiche manipolative o di sfruttamento nei confronti degli adulti che potrebbero essere facilitate dai sistemi di intelligenza artificiale potrebbero essere coperte dalla legislazione esistente in materia di protezione dei dati, protezione dei consumatori e servizi digitali, che garantisce che le persone fisiche siano adeguatamente informate e abbiano la possibilità di scegliere liberamente di non essere soggette alla profilazione o ad altre pratiche che potrebbero influenzare il loro comportamento.⁵¹ Nel dettaglio, l'articolo 5(1)(b) della proposta vieta:

“l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di un sistema di IA che sfrutta le vulnerabilità di uno specifico gruppo di persone, dovute all'età o alla disabilità fisica o mentale, al fine di distorcere materialmente il comportamento di una persona che appartiene a tale gruppo in un modo che provochi o possa provocare a tale persona o a un'altra persona un danno fisico o psicologico;”

Il danno economico sembra quindi escluso dall'ambito di protezione, lasciando la possibilità dell'uso dell'intelligenza artificiale nello sfruttamento e nella loro manipolazione dei consumatori in contesto economico. Tuttavia, la definizione di intelligenza artificiale ad alto rischio contenuta nell'articolo 7, che consente alla Commissione di adottare atti delegati, tiene conto della vulnerabilità in modo

⁴⁹ MALGIERI, *Vulnerability and Data Protection Law*, Oxford, 2023.

⁵⁰ Cit. nota 6.

⁵¹ Relazione, para. 5.2.3

leggermente più ampio. L'articolo 7(2)(f) della proposta tiene conto della misura in cui le persone potenzialmente danneggiate o con un impatto negativo si trovino in una posizione vulnerabile rispetto all'utente di un sistema di intelligenza artificiale, in particolare a causa di uno squilibrio di potere, di conoscenze, di circostanze economiche o sociali o di età. Questa è di gran lunga la concezione più ampia di vulnerabilità, ma può essere presa in considerazione solo in presenza di un rischio elevato per la salute e la sicurezza o per i diritti fondamentali, limitandone così drasticamente la possibilità di applicazione.

Ancora, sempre nell'ottica di favorire l'innovazione e la concorrenza, la Commissione europea ha recentemente presentato una proposta di Regolamento sull'accesso equo ai dati e sul loro utilizzo (*Data Act*).⁵² La proposta affronta il tema della concentrazione dei dati nel mercato e ha l'obiettivo di garantire equità nell'allocazione del valore dei dati stessi e promuoverne l'accesso e l'uso, creando un quadro di *governance* orizzontale e intersettoriale. Per raggiungere l'obiettivo, il Data Act mira a garantire che una più ampia gamma di soggetti interessati abbia accesso a un maggior numero di dati per usi innovativi. Di rilievo in questa sede è l'isolata menzione alla vulnerabilità del consumatore e la conseguente ininterrotta visione del consumatore medio da parte del legislatore. La proposta normativa mira a evitare che gli operatori digitali ricorrano a mezzi coercitivi, ingannevoli o manipolatori nei confronti degli utenti, sovvertendone o pregiudicandone l'autonomia, il processo decisionale o le scelte, anche mediante l'uso di interfacce digitali. In tale contesto, non dovrebbero fare affidamento sui cosiddetti *dark patterns*, vale a dire tecniche di progettazione che ingannano i consumatori spingendoli verso decisioni che hanno conseguenze per loro negative. Ebbene, il Considerando 34 del Data Act si limita a riconoscere che queste tecniche di manipolazione possano essere utilizzate per persuadere gli utenti, in particolare i consumatori vulnerabili, ad adottare

⁵² Cit. nota 7.

comportamenti indesiderati, per indurli con l'inganno a prendere decisioni in favore di operazioni di divulgazione dei dati, o per distorcere indebitamente il processo decisionale degli utenti del servizio, in modo da sovvertirne e pregiudicarne l'autonomia, il processo decisionale e la scelta.

Passando alla disamina di legislazione settoriale, la proposta di direttiva sul credito al consumo⁵³ menzionava i consumatori vulnerabili solo due volte nella relazione esplicativa. Dapprima, riconosce come la crisi del COVID-19 e le conseguenti misure di confinamento abbiano accelerato la trasformazione digitale e abbia altresì avuto un impatto significativo sul mercato del credito e sui consumatori, in particolare quelli vulnerabili, rendendo molte famiglie finanziariamente più vulnerabili.⁵⁴ Inoltre, limita l'intervento ai servizi di consulenza in materia di debito (*debt advice*), all'informazione e ad alcuni miglioramenti delle norme relative al merito creditizio, sebbene possa ritenersi che l'allargamento del proprio ambito di applicazione a una serie di prestiti precedentemente esclusi e a nuove misure di tolleranza dovrebbero rivelarsi utili ad assistere i consumatori più vulnerabili.⁵⁵ Il testo della risultante Direttiva 2023/2225⁵⁶ appena emanato si limita all'enunciato del Considerando 76, secondo cui:

“Il quadro dell'Unione applicabile dovrebbe dare ai consumatori fiducia nel fatto che i creditori e gli intermediari del credito tengono conto degli interessi del consumatore, compresi la sua eventuale vulnerabilità e le sue difficoltà a comprendere il prodotto, sulla base delle informazioni a disposizione del creditore o dell'intermediario del credito nel momento considerato e di ipotesi ragionevoli circa i rischi cui è esposta la situazione del consumatore per tutta la durata del contratto di credito proposto.”

⁵³ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del consiglio relativa ai crediti al consumo, COM/2021/347 final.

⁵⁴ Relazione esplicativa alla proposta di direttiva relativa ai crediti al consumo, cit. nota 53, punto 1.

⁵⁵ Ibid., punto 3.

⁵⁶ Cit. nota 9.

Nell'ambito delle priorità della *Digital Financial Strategy*⁵⁷ – la politica della Commissione volta a promuovere l'innovazione guidata dai dati nel settore finanziario - l'UE mira a creare uno spazio comune di dati finanziari attraverso una serie di misure più specifiche. Di rilievo è la priorità di creare una maggiore condivisione e accesso ai dati per il loro riutilizzo nel settore finanziario, aprendo così la strada alla cd. 'finanza aperta' (*Open Finance*). L'*Open Finance* intende essere un'iniziativa incentrata sul cliente, il cui cardine si fonda sul controllo dei dati da parte dello stesso. Tra le possibili questioni giuridiche da analizzare, diviene essenziale determinare quale sia la condizione giuridica per il trattamento dei dati, nonché gli strumenti giuridici affinché i consumatori vengano responsabilizzati e mantengano un effettivo controllo, sempre che queste siano le soluzioni idonee a una effettiva tutela nel mercato digitale.⁵⁸

5. La ricerca di equità per i consumatori nei mercati digitali richiede la messa in discussione dello *status quo* e delle basi consolidate del diritto dei consumatori dell'UE. La Nuova Agenda dei Consumatori si limita ad aggiornare la direttiva sulla tutela dei consumatori e gli orientamenti della direttiva sui diritti dei consumatori per garantire che i consumatori beneficino di un livello di protezione e di equità online paragonabile a quello di cui godono offline.⁵⁹ Questa posizione appare miope in quanto presuppone che i mercati offline funzionino in modo ottimale per i consumatori. In tutti questi anni si è pensato che l'equità sarebbe stata raggiunta affidandosi all'informazione come rimedio, aspettandosi che il consumatore medio garantisse che le imprese fossero tenute sotto controllo.

⁵⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, COM/2020/591 final.

⁵⁸ Sull'*Open Finance* si veda FERRETTI, *L'Open Finance: Quali prospettive regolatorie per una strategia UE in materia di protezione dei consumatori nella finanza digitale?*, in *Banca Impresa Società*, 2023, 277; PARACAMPO, *Trasformazione digitale del settore finanziario e open finance: quali prospettive per un credito "sostenibile"?* Prime riflessioni, in *Media Laws*, 2023, 1.

⁵⁹ Nuova Agenda dei Consumatori, cit. nota 3.

Nel momento in cui l'UE cerca di muoversi verso un'Europa digitale, la realizzazione della protezione dei consumatori nel mercato unico digitale richiede diversi cambiamenti radicali nei concetti e nei metodi utilizzati finora per proteggere i consumatori, andando ben oltre rispetto a quanto lasci intendere la nuova agenda dei consumatori.

I mercati digitali sono un terreno fertile per la vulnerabilità. In linea di principio, tutti i consumatori sono coinvolti. Di conseguenza, questa realtà contrasta con il culto del consumatore medio. Nell'ambiente digitale, più che nel mercato tradizionale, il consumatore medio si scontra con una realtà dove è lecito aspettarsi che fatichi maggiormente a comportarsi come idealizzato.

La tecnologia stessa è un fattore trainante della vulnerabilità, intesa non in senso prettamente giuridico ma di fatto. Come già notato da altri, le fonti di vulnerabilità possono essere individuate non solo nelle vulnerabilità attuali (quelle che esistono e si sono già concretizzate) ma anche in quelle disposizionali (quelle latenti e non ancora concretizzate). Così, la raccolta di dati può non danneggiare i consumatori al momento e in ogni istante in cui essi vengono raccolti. Ma la raccolta di grandi quantità di dati da fonti diverse e non correlate, unitamente alla loro fusione in un profilo, potrebbero rendere i consumatori 'disposizionalmente' vulnerabili. Per prevenire abusi o usi imprevedibili, la protezione dovrebbe quindi pensare all'uso futuro dei dati e non solo a quello effettivo.⁶⁰

La vulnerabilità deriva anche dal fatto che, nei mercati digitali, i consumatori spesso si disimpegnano. Lasciano che sia l'algoritmo a guidarli. È quanto mai raro che tentino di disattivare gli avvisi sulla privacy o di cercare un'offerta migliore, pur sapendo che i prezzi possono essere personalizzati. Non leggono i termini e le condizioni che consentono all'operatore di raccogliere dati e utilizzarli a proprio vantaggio, e così via. A questo proposito, viene evidenziato come i consumatori

⁶⁰ HELBERGER, LYNSKEY, MICKLITZ, ROTT, SAX, STRYCHARZ, *EU Consumer Protection 2.0, Structured Asymetries in digital consumer markets*, Bruxelles, 2021.

‘disimpegnati’ si trovino in situazioni di acquisto vulnerabili, non per particolari carenze cognitive o caratteristiche socio-demografiche, ma perché la struttura stessa dei mercati di consumo su cui si evolvono porta all'apatia attraverso l'offuscamento. In questi casi, infatti, diviene del tutto razionale che i consumatori si disimpegnino. In generale, i consumatori sono vittime della manipolazione online, ovvero dell'uso delle tecnologie per influenzare in modo occulto il processo decisionale di una persona, sfruttandone le vulnerabilità decisionali. Il disimpegno è il risultato del funzionamento di un mercato che si ostina a trattare i consumatori in modo iniquo, creando così una vulnerabilità, oltre a creare malfunzionamenti nel mercato stesso. I consumatori fanno solo la cosa più razionale possibile: non perdono tempo a leggere le note sulla privacy o i termini e le condizioni.⁶¹

Torna utile, quindi, considerare anche il ruolo delle strutture nel profilo di vulnerabilità dei consumatori. Come sostenuto da Helberger et al., nella società digitale la vulnerabilità risiede nelle architetture di scelta digitale in cui i consumatori si muovono quotidianamente, in quanto progettate per indurre o creare vulnerabilità. Tali vulnerabilità - siano esse disposizionali o contingenti - non sarebbero uno sfortunato sottoprodotto dei mercati digitali, ma il prodotto stesso dei mercati digitali. Così, nelle pratiche digitali la configurazione commerciale diviene solo una parte di un approccio più ampio e sistemico per influenzare il comportamento dei consumatori.⁶²

Pertanto, se da un lato si riconosce che la vulnerabilità sia più variegata di quanto previsto dal diritto, dall'altro le cause strutturali della creazione o aggravamento della vulnerabilità risultano meno documentate.

Come prospettato da Fineman, un crescente riconoscimento del fatto che gli elementi esterni creino, influenzino o rafforzino le vulnerabilità producono un

⁶¹ SICILIANI, RIEFA, GAMPER, *Consumer Theories of Harm, An economic approach to consumer law enforcement and policy making*, cit.

⁶² Ibid.

fenomeno che può essere identificato come ‘vulnerabilità sistemica’, cioè una vulnerabilità creata dal sistema stesso, una vulnerabilità della persona che deriva dal modo in cui un sistema è concepito - in altre parole, dalla sua architettura.⁶³

Tuttavia, la vulnerabilità sistemica del mercato digitale non sarebbe limitata esclusivamente alla sua architettura, ma sarebbe anche il risultato di sistemi che non riescono ad assisterli, come una regolamentazione mal concepita o inefficiente. Trattasi, ad esempio, di regole di concorrenza obsolete o di una scarsa protezione dei dati o di un eccessivo affidamento alle informazioni - fragilità normative tutte ben documentate in letteratura.⁶⁴

Piuttosto che regolamentare facendo una distinzione tra sistemi o tra gruppi di consumatori e la loro capacità come avviene oggi, pertanto, sembrerebbe più opportuno puntare sulle asimmetrie digitali riconoscendo il concetto di ‘vulnerabilità digitale’ caro a Helberger et al., al fine di poter descrivere uno stato universale di incapacità di difendersi e suscettibilità a squilibri di potere economico, in aggiunta al potenziale sfruttamento tipico della crescente automazione commerciale, delle relazioni dati-consumatore-venditore e dell'architettura stessa dei mercati digitali.

6. Come ampiamente notato sopra, nonostante i limiti ben documentati e le numerose critiche, l'informazione rimane a tutt'oggi il principale strumento giuridico di tutela dei consumatori.

In questa sede, si sostiene che con il mercato digitale il paradigma dell'informazione sia sempre meno appropriato e, di pari passo, vi sia la necessità di rivalutare le principali nozioni del diritto del consumo a cominciare dal concetto giuridico di

⁶³ FINEMAN, *Vulnerability and Inevitable Inequality*, cit.

⁶⁴ HELBERGH et al., *EU Consumer Protection 2.0, Structured Asymmetries in digital consumer markets*, cit.; RIEFA, SAINTIER, *The way forward: For an inclusive access to justice to protect vulnerable consumers* in RIEFA, SAINTIER *Vulnerable Consumers and the Law: Consumer Protection and Access to Justice*, Oxford, 2021, 248; CREUTZFELDT, GILL, CORNELIS, MCPHERSON, *Access to justice for vulnerable and energy-poor consumers, Just Energy?* Oxford, 2021.

consumatore ‘medio’.

A quest’ultimo proposito, si riscontra una modesta prospettiva con una domanda di pronuncia pregiudiziale alla Corte di giustizia UE da parte del Consiglio di Stato, laddove si chiede se la nozione di consumatore ‘medio’, inteso come consumatore normalmente informato e ragionevolmente attento ed avveduto, non debba essere formulata con riferimento alla miglior scienza ed esperienza delle più recenti teorie sulla ‘razionalità limitata’. Queste, infatti, hanno dimostrato come le persone agiscono spesso riducendo le informazioni necessarie con decisioni irragionevoli se parametrize a quelle che sarebbero prese da un soggetto ipoteticamente attento ed avveduto, acquisizioni che impongono una esigenza protettiva maggiore dei consumatori nel caso, sempre più ricorrente nelle moderne dinamiche di mercato, di pericolo di condizionamenti cognitivi.⁶⁵

Seppure una tale interpretazione possa già rappresentare un passo in avanti nella protezione del consumatore, specialmente nei mercati digitali, come notato sopra gli attuali dibattiti dottrinali sulla psicologia dei consumi e nelle scienze sociali sembrano essere già andati ben oltre l’idea di ‘razionalità limitata’, per tenere conto non solo dei limiti cognitivi ma anche di vincoli sociali, abitudini, motivazioni, etc.

Spingendosi oltre alle predette teorie dottrinali, qui si sostiene che occorrerebbe, piuttosto, riconoscere che nelle dinamiche dei mercati digitali il consumatore medio è vulnerabile di default– o, in altre parole, la vulnerabilità rappresenta lo standard del consumatore ‘medio’.

Riconoscendo che la vulnerabilità dei consumatori nei mercati digitali è di ampia concezione, disancorata dalla sua limitata nozione giuridica e che, anzi, rappresenta la norma nella misura in cui ogni consumatore è vulnerabile, implica che verrebbe a

⁶⁵ Causa C-646/22, Domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Consiglio di Stato (Italia) il 13 ottobre 2022 — *Compass Banca SpA / Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, OJ C 24, 23.1.2023, 28–29. Sulla nozione economica di razionalità limitata, si veda in particolare BANCA D’ITALIA, *Bounded rationality and expectations in economics*, in *Questioni di economia e finanza*, luglio 2020.

cambiare il modo in cui viene immaginato il diritto e la sua applicazione. L'attenzione normativa dovrebbe così spostarsi dalla definizione di vulnerabilità o dall'individuazione di particolari gruppi verso un concetto di vulnerabilità rivolto alla gestione delle fonti di vulnerabilità, che ricomprendono *in primis* l'asimmetria digitale come fonte primaria. A tal fine, è auspicabile un approccio che preveda un quadro normativo costituito da obblighi positivi e sostanziali piuttosto che affidarsi, come guida, all'equità procedurale. Si tratterebbe di sviluppare standard di condotta più prescrittivi tali da introdurre regole volte a garantire un dovere positivo di correttezza da parte dei prestatori di servizi digitali.

La promozione di un siffatto approccio alla regolamentazione non eliminerebbe del tutto i doveri informativi, che in una certa misura rimarrebbero comunque necessari, ma cesserebbe di affidarsi alle informazioni come proxy di protezione.

L'attuale ondata normativa dei mercati digitali rappresentata dal GDPR, DMA, DSA, Data Act, AIA etc. prosegue con un approccio frammentario che affronta vari aspetti, ma non affronta il tema della vulnerabilità intesa come asimmetria digitale. A tal uopo, occorrerebbe un dovere positivo in capo ai prestatori di servizi di operare in modo equo, invitando il legislatore a ripensare le operazioni digitali in termini di correttezza progettuale proprio allo scopo di ridurre quella asimmetria digitale causa della nuova vulnerabilità.

Come recentemente sostenuto in modo convincente da Gianclaudio Malgieri e Frank Pasquale, con la richiesta di misure di controllo di qualità prima dell'impiego delle nuove tecnologie digitali, un approccio *ex ante* spesso attenuerebbe e talvolta impedirebbe del tutto i danni che esse provocano o contribuiscono a provocare. Ad esempio, un sistema di concessione di licenze sarebbe un importante strumento di regolamentazione *ex ante* da utilizzarsi in diversi mercati digitali, specialmente quelli ad alto rischio. Le agenzie di autorizzazione dovrebbero richiedere ai prestatori di servizio di dimostrare che le loro tecnologie digitali soddisfano chiari requisiti di

sicurezza, non discriminazione, accuratezza, adeguatezza e correggibilità prima di essere impiegate. Secondo questo modello di regolamentazione *ex ante*, gli sviluppatori di nuove tecnologie avrebbero l'onere di dimostrare che il loro utilizzo non è discriminatorio, manipolativo, ingiusto, impreciso o illegittimo.⁶⁶ Malgeri e Pasquale riconoscono altresì che, a differenza delle normative sin qui in essere applicabili al dominio digitale, un modello del genere trova già riscontro nel AIA come primo timido tentativo di regolamentazione verso un regime di licenze *ex ante* in aree ad alto rischio. Questo avviene attraverso la procedura di valutazione di conformità che i fornitori di sistemi di IA ad alto rischio devono eseguire per dimostrare la conformità a diversi principi e garanzie di progettazione, tra cui la *governance* dei dati, l'integrità e la supervisione umana.⁶⁷ Tuttavia, un siffatto impianto normativo dovrebbe essere rafforzato attraverso un ampliamento del suo ambito di applicazione e del suo contenuto sostanziale a causa della portata limitata del modello di autorizzazione, della mancanza di trasparenza del processo di giustificazione *ex ante* e del contenuto limitato della giustificazione dell'AIA.⁶⁸

Un tale invito a riconsiderare il diritto dei consumatori, specialmente nei mercati digitali, trova giustificazione dal fatto che, in difetto, i danni subiti dai consumatori non solo persisterebbero, ma rischierebbero altresì di peggiorare laddove si affermasse la sfiducia dei consumatori nei mercati, oltre a rappresentare un limite per un sano sviluppo dell'economia digitale. Ripensare al diritto in termini di obblighi di correttezza *by default* e *by design* condurrebbe a garantire che i consumatori possano essere trattati in modo equo, giusto o comunque ragionevole *ex ante*, riflettendone la reale natura comportamentale. Allo stesso tempo, responsabilizzerebbe i prestatori di servizi facilitando la supervisione e l'applicazione

⁶⁶ MALGERI, PASQUALE, *Licensing high-risk artificial intelligence: Toward ex ante justification for a disruptive technology*, in 52 *Computer Law & Security Review*, 2024.

⁶⁷ Articoli 9-15 AIA.

⁶⁸ MALGERI, PASQUALE, *Licensing high-risk artificial intelligence: Toward ex ante justification for a disruptive technology*, cit.

del diritto stesso.

In definitiva, la correttezza nei mercati digitali diverrebbe essere di natura architeturale e non qualcosa da offrire ai consumatori come rimedio dopo che il danno si è già verificato.

Per concludere, una reinterpretazione giuridica del concetto di consumatore 'medio' in termini di vulnerabilità *lato sensu* appare quanto mai necessaria. Di pari passo, sarebbe desiderabile una regolamentazione che, riconoscendo una tale vulnerabilità, non si concentri su tentativi di darne una definizione ma si rivolga a contrastarne le fonti *ex ante*, con obblighi di correttezza architeturale *by design e by default*. Questo risponderebbe non solo a esigenze di equità nella protezione della parte debole nel sinallagma contrattuale in un momento storico particolarmente critico sul piano socio-economico, ma favorirebbe anche quella fiducia nei mercati essenziale per l'espansione degli stessi.

Federico Ferretti

Associato di Diritto dell'economia

nell'Alma Mater Studiorum Università di Bologna

IL CREDITO AL CONUMATORE IN TEMPO DI INFODEMIA *

(Consumer Credit in the Infodemic Age)

ABSTRACT: *L'industria finanziaria è da tempo impegnata ad applicare l'innovazione tecno-logica all'esercizio di attività tradizionali, come il credito. È nato un dibattito intenso, recentemente sfociato in nuove direttive europee, in materia di credito ai consumatori e prestazione di servizi finanziari a distanza, e in un regolamento appena approvato quale l'Artificial Intelligence Act. Il saggio esamina le nuove norme poste previste per la personalizzazione dei prezzi, il credit scoring e la stipula di contratti di credito al con-sumo attraverso interfacce online. Le nuove regole presuppongono tuttavia un consu-matore consapevole e razionale, "padrone" della decisione d'acquisto, sottovalutando pericolosamente l'azione dei "consumatori algoritmici", quali gli assistenti digitali, che mirano a predeterminare la scelta dell'utente in funzione di criteri opachi e perlopiù orientati al soddisfacimento dell'interesse commerciale del fornitore. L'alto tasso di innovazione che contraddistingue i mercati digitali impone però una riflessione sullo stile della regolazione, che sembra il risultato una battaglia di retroguardia, fatta di precetti forse già superati dagli eventi. Nei mercati regolati moderni, caratterizzati da complessità sociali, economiche e tecniche, il diritto per principi appare infatti più adatto alla gestione del riequilibrio tra valori potenzialmente in conflitto, con il con-tributo di logiche o tecniche di argomentazione, come il bilanciamento e i giudizi di proporzionalità e di ragionevolezza.*

The financial industry has long been committed to applying technological innovation to traditional business practices, including credit services. Recently, intense debates have emerged, leading to new European directives regarding consumer credit and remote financial services, alongside advanced proposals like the Artificial Intelligence

* Contributo approvato dai revisori.

Act. This essay delves into the implications of the new regulations for customising prices, credit scoring, and the conclusion of consumer credit contracts through online interfaces. However, these new rules assume an aware and rational consumer as the ultimate decision-maker, dangerously underestimating the action of “algorithmic consumers”, such as digital assistants, which aim to predetermine the user’s choice based on opaque criteria and are primarily oriented towards satisfying the supplier’s commercial interest. The rapid pace of innovation in digital markets necessitates reconsidering regulatory approaches, which often need to catch up to the evolving landscape. In modern regulated markets characterised by social, economic, and technical complexities, principles-based regulation emerges as a more suitable approach for managing the balance between potentially conflicting values. This approach employs logic and argumentation techniques such as balancing, proportionality, and reasonableness to adapt to changing circumstances and ensure regulatory efficacy.

SOMMARIO: 1. Un nuovo scenario: il debitore *onlife* – 2. I sistemi decisionali automatizzati di credito tra GDPR e *outsourcing*. Luci e ombre in una recente sentenza della Corte di Giustizia - 3. Credito al consumo, piattaforme e intelligenza artificiale nelle direttive (UE) 2023/2225 e 2023/2673: la tutela del consumatore si rinnova – 4. Oltre il consumatore vulnerabile. Qualche considerazione conclusive.

1. Sono trascorsi ormai dieci anni da quando un gruppo di studiosi, guidato da Luciano Floridi sotto l’egida della Commissione europea, ha preso atto che l’uomo vive in una realtà sempre più interconnessa, per cui non vi è più una netta distinzione tra la dimensione digitale e quella analogica.

Il neologismo *onlife* è stato allora coniato per esprimere l’esperienza di vita in un mondo ad alta tecnologia (o, per meglio dire, a tecnologia assorbente) e si è aperto il dibattito per ripensare e adattare a questa condizione concetti chiave,

quali, ad esempio, proprietà, privacy, responsabilità¹.

In tale contesto l'informazione diventa bulimica, tanto da parlarsi di *infodemia*².

La proliferazione informativa indotta dalla digitalizzazione vede nell'intelligenza artificiale lo strumento per affermare una nuova razionalità, la razionalità algoritmica, grazie alla quale fare luce sulla complessità della società del XXI secolo e superare la razionalità limitata degli individui³. I comportamenti di consumatori e imprese sempre più sono delegati a sistemi di intelligenza artificiale nutriti da un'enorme mole di dati (i ben noti *Big Data*) non sempre validati o validabili.

Nella prospettiva dell'uomo quale consumatore, è già stato osservato che «nell'ottica di ridefinire gli strumenti di tutela dei consumatori sui mercati online, sono state messe in campo una serie di misure dirette in particolare ad aumentare la trasparenza delle transazioni e a riequilibrare il rapporto tra consumatori e imprese con riguardo ai servizi digitali», tra le quali il regolamento (UE) 2016/679 (GDPR) e la direttiva (UE) 2019/2161, che mirano ad «accrescere la consapevolezza delle potenzialità e dei rischi della tecnologia» nel consumatore-utente digitale. Tuttavia, si è sottolineato che gli strumenti finora messi a disposizione dalle istituzioni «non sembrano capaci di raccogliere la sfida regolatoria (...) poiché si limitano ad estendere all'utente digitale misure tipiche adeguate alle tradizionali relazioni economiche»⁴.

La direttiva del 2019 rivede, in chiave moderna, la disciplina sui consumatori del 2013 e interviene soprattutto sul fronte della trasparenza delle condizioni

¹ L. FLORIDI (ed.), *The Online Manifesto. Being Human in a Hyperconnected Era*, Heidelberg New York Dordrecht London, 2015, p. 1.

² Il termine è usato da G. MANFREDI, *Infodemia. I meccanismi complessi della comunicazione delle emergenze*, Rimini, 2015.

³ H. AZUMA, *General Will 2.0. Rousseau, Freud, Google*, New York, 2014, p. 68 ss.

⁴ L. AMMANNATI, *La circolazione dei dati: dal consumo alla produzione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 4, 2020, p. 684 s.

contrattuali⁵. Le nuove regole presuppongono tuttavia un consumatore consapevole e razionale, “padrone” della decisione d’acquisto, sottovalutando pericolosamente l’azione dei “consumatori algoritmici”, quali gli assistenti digitali, che mirano a predeterminare la scelta dell’utente in funzione di criteri opachi e perlopiù orientati al soddisfacimento dell’interesse commerciale del fornitore⁶.

L’industria finanziaria non sfugge alle tentazioni dell’innovazione tecnologica, ora applicata anche nell’esercizio di attività tradizionali, come il credito, dando vita ad un dibattito intenso recentemente approdato in provvedimenti regolatori anche in sede eurounionale.

L’attenzione è al momento principalmente concentrata sull’utilizzo dell’intelligenza artificiale nelle procedure di valutazione del merito creditizio e sul set di dati che alimentano tale valutazione (direttiva UE 2023/2225 e proposta di *Artificial Intelligence Act*), nonché sulle nuove frontiere della contrattazione a distanza (direttiva UE 2023/2673).

Si tratta di interventi non marginali, che restano però improntati (al più) a una figura di consumatore vulnerabile, ma ancora libero di autodeterminarsi. Occorre invece chiedersi se il dominio sui processi produttivi esercitato dall’informazione e dalle nuove tecnologie (il «regime dell’informazione») renda ormai superato tale paradigma, riducendo gli esseri umani a «*bestie da dati e da consumo*»⁷.

2. Le regole sui trattamenti automatizzati introdotte dal GDPR dispongono che l’interessato abbia il diritto di non essere sottoposto ad un processo decisionale

⁵ In particolare, è tra l’altro previsto l’obbligo delle piattaforme online di informare il consumatore: a) sull’identità del fornitore terza parte, avvertendolo dell’assenza di protezione specifica quando il contratto è concluso con un altro consumatore; b) sull’identità del responsabile (piattaforma o fornitore terzo) per l’adempimento del contratto; c) sulla circostanza che il prezzo offerto risulti personalizzato sulla base di un processo decisionale automatizzato.

⁶ In questo senso, ancora, L. AMMANNATI, *La circolazione dei dati*, cit., p. 685.

⁷ B.-C. HAN, *Infocrazia*, Torino, 2023, p. 4.

completamente automatizzato, compresa la profilazione⁸, che produca effetti giuridici che lo riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona (quali, ad esempio, il rifiuto automatico di una domanda di credito online), salvo che la decisione sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento, ovvero sia autorizzata dal diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento (ad esempio, a fini di monitoraggio e prevenzione delle frodi e dell'evasione fiscale), ovvero ancora si basi sul consenso esplicito dell'interessato⁹.

Le aree critiche della normativa sono numerose.

Si discute in primo luogo sulla possibile lettura dell'art. 22 quale divieto generalizzato al trattamento automatizzato (con le sole eccezioni previste dalla norma stessa), come appare preferibile, ovvero quale diritto a non subire tale trattamento nella misura in cui sia invocato attivamente dall'interessato¹⁰.

Ulteriori dubbi sono sorti circa il perimetro oggettivo, a partire dall'accezione di decisione «che produca effetti giuridici»¹¹ o «incida in modo analogo significativamente»¹² sull'interessato per arrivare al grado di coinvolgimento umano che sia suscettibile, in quanto non fittizio né simbolico, di escludere che sia stata assunta «una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato», come richiede l'art. 22¹³.

⁸ Per “profilazione” si intende (considerando 71, GDPR) «una forma di trattamento automatizzato dei dati personali che valuta aspetti personali concernenti una persona fisica, in particolare al fine di analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze o gli interessi personali, l'affidabilità o il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti dell'interessato».

⁹ Cfr. art. 22, GDPR.

¹⁰ Sul dibattito si veda GRUPPO DI LAVORO ARTICOLO 29 PER LA PROTEZIONE DEI DATI, *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679*, 6 febbraio 2018, p. 21 ss e p. 39 ss.

¹¹ Tra tali decisioni si è annoverata, a titolo di esempio, la cancellazione di un contratto (GRUPPO DI LAVORO ARTICOLO 29 PER LA PROTEZIONE DEI DATI, *Linee guida*, cit., p. 23).

¹² Vi rientrerebbero, tra l'altro, le decisioni che influenzano le circostanze finanziarie di una persona, come la sua ammissibilità al credito (*Ibidem*).

¹³ Sul punto ancora GRUPPO DI LAVORO ARTICOLO 29 PER LA PROTEZIONE DEI DATI, *Linee guida*, cit., p. 23.

Su questi aspetti è di recente intervenuta la Corte di Giustizia dell'Unione europea, chiamata a pronunciarsi su di un rinvio pregiudiziale proposto dal *Verwaltungsgericht Wiesbaden* (Tribunale amministrativo di Wiesbaden, Germania) sull'interpretazione dell'art. 6, par. 1, e dell'art. 22 del GDPR, nell'ambito di una controversia tra una persona fisica e il Land Hessen in merito al rifiuto del *Hessischer Beauftragter für Datenschutz und Informationsfreiheit* (Commissario per la protezione dei dati e la libertà di informazione per il Land Hessen, di seguito anche HBDI) di ingiungere la cancellazione di dati personali che la riguardano ad una società che fornisce informazioni commerciali (Schufa AG) mediante il calcolo automatizzato di un tasso di probabilità relativo alla capacità di una persona di onorare impegni di pagamento in futuro¹⁴. In particolare, la Schufa elabora, mediante un algoritmo, un pronostico sulla probabilità del rimborso di un prestito da parte di un potenziale debitore (*scoring*) sulla base del comportamento di altre persone aventi caratteristiche analoghe al soggetto valutato¹⁵.

Nel caso trattato dalla Corte al ricorrente è stata negata la concessione di un prestito da parte di un terzo (nello specifico, un istituto finanziario) sulla scorta dello *score* trasmessogli da Schufa. Alla richiesta dell'interessato di conoscere le informazioni sui dati personali registrati e di cancellare quelli asseritamente errati, la Schufa ha risposto comunicando il livello del punteggio attribuito e, sommariamente, le modalità di calcolo dello stesso, rifiutandosi però di rendere

¹⁴ Corte giust. UE, sentenza 7 dicembre 2023, C-634/21, *OQ, Land Hessen, Schufa Holding AG*. In particolare, la Schufa è una società privata di diritto tedesco che fornisce ai suoi partner contrattuali informazioni sul merito creditizio di terzi, in particolare di consumatori. Sulla controversia che ha dato luogo al rinvio pregiudiziale si vedano anche A.J. WULF, O. SEIZOV, *Artificial Intelligence and Transparency: A Blueprint for Improving the Regulation of AI Applications in the EU*, in *European Business Law Review*, 31, n. 4, 2020, p. 611 ss.

¹⁵ Tra i fattori che vengono valutati dalla Schufa per l'elaborazione dello *scoring* di un potenziale debitore risultano: l'età del conto corrente più vecchio; il numero delle attuali carte di credito; il numero di richieste di carte di credito nell'ultimo anno; il numero dei prestiti attuali; l'importo dell'onere del prestito a rata mensile; l'età del prestito rateale più vecchio; l'eventuale presenza di un mutuo immobiliare; il numero di acquisti online a rate; l'età della residenza attuale; le eventuali inadempienze di pagamento negli ultimi tre anni; il numero di segnalazioni negative risolte; le eventuali procedure di insolvenza subite; il numero di richieste di recupero crediti.

note le diverse informazioni prese in considerazione ai fini di tale calcolo nonché la loro ponderazione, in quanto a suo dire protette da segreto commerciale. Il ricorrente ha quindi chiesto al HBDI di ingiungere alla Schufa di accogliere la sua domanda di accesso alle informazioni e di cancellazione. La domanda è però stata respinta, in quanto non vi era la prova dell'inosservanza dei requisiti previsti dall'art. 31 del *Bundesdatenschutzgesetz* del 30 giugno 2017 (legge federale sulla protezione dei dati, di seguito anche BDSG) per le procedure di *scoring* e le informazioni sulla solvibilità.

Il potenziale debitore ha dunque proposto ricorso avverso tale decisione dinanzi al Tribunale amministrativo competente, che ha disposto un rinvio pregiudiziale di fronte alla Corte di Giustizia perché sia accertato se il calcolo dello *scoring* effettuato dalla Schufa costituisca un processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche, ai sensi dell'art. 22 del GDPR e, in caso positivo, se l'art. 31 del BDSG possa rappresentare una base giuridica nazionale conforme alla normativa eurounitaria¹⁶.

In via preliminare, i giudici unionali chiariscono la portata dell'art. 22, par. 1, del GDPR, affermando che, nonostante la terminologia impiegata, la norma non richiede che l'interessato «invochi attivamente il diritto» di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione. A favore di un'interpretazione che individui un «divieto generale» delle decisioni del tipo sopra enunciato depongono il considerando 71 del GDPR e il comma 2 della norma, che elenca i casi in cui un trattamento di tal genere è eccezionalmente ammesso¹⁷.

¹⁶ Talune disposizioni del GDPR offrono la possibilità agli Stati membri di prevedere norme nazionali supplementari, più rigorose ovvero a carattere derogatorio, che lasciano a questi ultimi un margine di discrezionalità circa il modo in cui tali disposizioni possono essere attuate («clausole di apertura»), purché le norme nazionali supplementari non pregiudichino il contenuto e gli obiettivi del GDPR. Sul punto cfr. Corte giust. UE, sentenza 28 aprile 2022, C-319/20, *Meta Platforms Ireland*, §§ 57 e 60.

¹⁷ Cfr. *Conclusioni dell'avvocato generale*, C-634/21, *OQ, Land Hessen, Schufa Holding AG*, § 31 e Corte giust. UE, sentenza 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., § 52.

La Corte si è poi espressa sulla nozione di «decisione» ai sensi dell'art. 22, par. 1, del GDPR, accogliendo un'accezione ampia, non limitata al settore strettamente pubblico¹⁸, che include diversi atti che possono variamente incidere sull'interessato¹⁹, tra i quali può rientrare il risultato del calcolo della solvibilità di una persona sotto forma di tasso di probabilità relativo alla capacità di tale persona di onorare impegni di pagamento in futuro²⁰.

In secondo luogo, la Corte rileva che lo *scoring* compiuto dalla Schufa ricade nella definizione di profilazione dettata dal GDPR, in quanto trattamento automatizzato che utilizza dati personali per analizzare o prevedere aspetti riguardanti la situazione economica, l'affidabilità e il probabile comportamento dei potenziali debitori²¹.

In terzo luogo, riprendendo gli accertamenti di fatto del giudice del rinvio, la Corte ritiene che sia soddisfatta anche l'ulteriore condizione di applicabilità dell'art. 22, par. 1, del GDPR – vale a dire che la decisione produca «effetti giuridici» riguardanti la persona di cui trattasi o incida «in modo analogo significativamente» su di essa - in quanto risulta che «in caso di domanda di mutuo rivolta da un consumatore a una banca, un tasso di probabilità insufficiente comporta, in quasi tutti i casi, il rifiuto di quest'ultima di concedere il prestito richiesto»²².

La Corte non affronta però in modo approfondito un aspetto particolarmente delicato sul piano interpretativo, ossia che il divieto generale imposto dall'art. 22, par. 1, del GDPR è formalmente limitato alle decisioni basate *unicamente* sul trattamento automatizzato. Nel caso di cui si tratta, infatti, deve chiedersi se la

¹⁸ Come voleva implicitamente far intendere l'HBDI proponendo un'analogia con la decisione *ex art.* 288, co. 4, TFUE. In questo senso si vedano le *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 37.

¹⁹ *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 38, ove si argomenta che una «decisione» ai sensi dell'articolo 22, par. 1, del GDPR «può avere un impatto che non è necessariamente giuridico, ma invece economico e sociale» in quanto è sufficiente che incida sull'interessato «in modo analogo» a quanto accade quando produce effetti giuridici.

²⁰ Corte giust. UE, 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., § 46.

²¹ *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 33.

²² Corte giust. UE, 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., § 48.

decisione ricompresa nell'ambito applicativo dell'art. 22, par. 1, del GDPR sia il calcolo del punteggio di *scoring* effettuato da Schufa ovvero (o anche) l'atto dell'istituto finanziario di concessione o rifiuto del credito.

La Corte, in accordo con l'avvocato generale, adotta un approccio sostanziale, ritenendo innanzi tutto che il nesso causale tra esito del trattamento automatizzato e decisione sulla concessione del prestito non debba essere individuato secondo il principio di causalità necessaria bensì con la regola del "è più probabile che non", da valutarsi secondo le circostanze del caso specifico e, in particolare, le modalità con cui è strutturato il processo decisionale.

Tale percorso interpretativo porta i giudici a ritenere che il punteggio di *scoring* costituisce un «processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche», ai sensi dell'art. 22, par. 1, del GDPR, qualora – come nel caso Schufa - da esso «dipenda in modo decisivo» la concessione del credito da parte del terzo che se ne avvale²³.

Nel caso Schufa le informazioni contenute nella decisione di rinvio adottata dal Tribunale amministrativo tedesco evidenziano infatti un contributo determinante, per quanto non assoluto²⁴, del punteggio di *scoring* nella decisione dell'istituto finanziario, che finisce generalmente per assumere un carattere puramente formale nell'ambito del processo complessivo di valutazione delle condizioni del potenziale debitore e di erogazione del credito²⁵.

²³ Corte giust. UE, 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., § 73.

²⁴ Come ha evidenziato l'avvocato generale (*Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 46), «benché il terzo non sia tenuto a prendere la sua decisione in base al punteggio di *scoring*, resta il fatto che "di solito lo fa ampiamente"» e, in particolare, «un punteggio di *scoring* insufficiente porterà al rifiuto di un prestito in quasi tutti i casi, almeno nell'area dei prestiti al consumo, ancorché un investimento sembri altrimenti proficuo».

²⁵ Ancora nelle *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 47, emerge che, dalla ricostruzione dei fatti, «il punteggio di *scoring* calcolato da un'agenzia di valutazione del credito e comunicato a un istituto finanziario tende generalmente a predeterminare la decisione di quest'ultimo quanto alla concessione o al diniego del credito all'interessato, cosicché si deve ritenere che detta presa di posizione rivesta un carattere puramente formale nel quadro del processo». In argomento si vedano anche K. BLASEK, *Auskunfteiwesen und Kredit-Scoring in unruhigem Fahrwasser – Ein Spagat zwischen Individualschutz und Rechtssicherheit*, in *Zeitschrift für Datenschutz*, n. 8, 2022, p. 433 ss. e J.

Di particolare importanza appare il passaggio nel quale i giudici unionali superano l'alterità giuridica tra il fornitore del servizio di *scoring* (Schufa) e il terzo potenziale creditore, accedendo anche in questo caso a una lettura sostanziale della disciplina in ordine all'imputabilità della decisione. Se si accerta che «l'azione del terzo al quale è trasmesso il tasso di probabilità è guidata "in modo decisivo" da tale tasso», allora poco importa se il rifiuto al prestito è comunicato dal fornitore o dal terzo, in quanto, in concreto, lo *scoring* «incide, quanto meno, sull'interessato significativamente»²⁶. Ciò impedisce che il sistema di tutela degli interessi dei soggetti passivi dello *scoring* apprestato dal GDPR possa essere eluso frammentando, più o meno artatamente, il processo di valutazione del merito creditizio grazie al ricorso a forme di esternalizzazione di compiti che si rivelano in concreto non meramente operativi da parte dei creditori (quali, principalmente, banche e intermediari finanziari)²⁷.

Come è stato osservato dall'avvocato generale e dalla Corte, un'interpretazione restrittiva dell'art. 22, par. 1, del GDPR che vedesse il calcolo del punteggio di *scoring* come un atto preparatorio rispetto alla decisione del finanziatore di concedere o meno il prestito rappresenterebbe una lacuna nella protezione giuridica dell'interessato e impedirebbe, prima di tutto, che quest'ultimo possa ottenere informazioni sulla logica utilizzata, l'importanza e le conseguenze previste del trattamento automatizzato²⁸. Infatti, assumendo che l'attività della Schufa non sia parte del processo decisionale automatizzato, tale soggetto non sarebbe tenuto a rendere le suddette informazioni, che peraltro presumibilmente

HORSTMANN, S. DALMER, *Automatisierte Kreditwürdigkeitsprüfung. Externes Kredit scoring im Lichte des Verbots automatisierter Einzelfallentscheidungen*, in *Zeitschrift für Datenschutz*, n. 5, 2022, p. 260 ss.

²⁶ Corte giust. UE, 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., §§ 48, 49 e 50.

²⁷ L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e Big Data: il caso del credit scoring*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2, 2021, p. 311 ss.

²⁸ Cfr. art. 15, lett. h), GDPR.

non potrebbero essere rese neanche dal finanziatore, in quanto indisponibili²⁹.

L'approccio della Corte desta qualche incertezza. Come lo stesso avvocato generale ha riconosciuto, la formulazione di una disposizione – quindi anche dell'art. 22, par. 1, del GDPR, laddove utilizza l'avverbio «unicamente» - «rappresenta, di norma, il limite di ogni sua interpretazione», per cui la qualifica di trattamento automatizzato comporterebbe che «l'agenzia di valutazione del credito dovrebbe *de facto* adottare la decisione finale per l'istituto finanziario»³⁰. Poiché in concreto, come nel caso Schufa, ciò non sempre avviene, la condivisibile esigenza di protezione dell'interessato dai potenziali rischi dei trattamenti automatizzati e della profilazione, che potrebbero anche avere nefasti effetti discriminatori³¹, viene affrontata rendendo più elastici i confini di una disposizione che nasce però connotata da notevole rigidità, quanto meno per quel che concerne la definizione del nesso causale tra il risultato del trattamento automatizzato e la decisione sulla concessione o meno del prestito. Tanto è vero che nel considerando 71 del GDPR il legislatore porta ad esempio di trattamento automatico ricompreso nell'art. 22, par. 1, il «rifiuto automatico di una domanda di credito online», prefigurando evidentemente una fattispecie nella quale l'esito della domanda è esclusivamente affidato all'algorithm.

Se da un lato non può negarsi che la direzione interpretativa impressa dalla Corte sia ispirata a ragionevolezza, andando a porre rimedio ad un fenomeno di sotto-inclusione della regola incompatibile con la *ratio legis* sostanziale, d'altro canto non se ne devono sottovalutare gli effetti sulla certezza del diritto, valore

²⁹ Cfr. *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 49 e Corte giust. UE, sentenza 7 dicembre 2023, C-634/21, cit., § 63.

³⁰ *Conclusioni dell'avvocato generale*, cit., § 44, secondo il quale le regole e la prassi interna dell'istituto finanziario che si avvale del punteggio di *scoring* fornito dal terzo non dovrebbero insomma lasciare «alcun margine di discrezionalità».

³¹ È stato osservato (L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali*, cit., p. 294 s.) che, soprattutto nella letteratura statunitense, le opinioni sugli eventuali effetti discriminatori sono discordanti, fermo restando che un'involontaria discriminazione istituzionale, tale da «riprodurre (...) tradizionali modelli di discriminazione o pregiudizi di precedenti decisori o della stessa società», sia difficilmente identificabile e rimediabile dal *designer* dei sistemi di *credit scoring*.

giuridico fondamentale a sua volta strumentale alla realizzazione di altri valori, quali, per citarne alcuni, la protezione dell'autonomia individuale e la limitazione dei poteri discrezionali delle autorità.

In realtà, la critica principale dovrebbe essere avanzata nei confronti del legislatore, che ha emanato una disposizione troppo rigida, poco adatta ad una realtà complessa, dinamica, addirittura sfuggente. Laddove nella materia da regolare si riconoscono interessi e valori stabili, ben definiti e gerarchicamente ordinabili, il regolatore è probabilmente in grado di adattare il diritto alla gran parte dei casi della vita e i vantaggi del metodo sussuntivo tipico del precetto superano i costi collaterali connessi alla rigidità delle soluzioni normative adottate e rappresentati da situazioni di sotto o sovra-inclusività³². In caso contrario la precisione tipica della regola-precetto risulta, in concreto, incapace di rispondere alle esigenze per le quali è stata emanata, e la certezza del diritto non può che essere perseguita «configurando il diritto e l'interpretazione secondo logiche che superano il formalismo per approdare, pur nel rispetto del principio di legalità, a soluzioni conformi non soltanto alla lettera della legge ma all'assetto complessivo dell'ordinamento e dei valori che esso incorpora»³³.

Al di là di un'auspicabile modifica del disposto normativo da parte del legislatore, gli effetti negativi generati dall'attuale formulazione rigida dell'art. 22, par. 1, del GDPR potrebbero essere comunque ridotti se si riconoscesse che il processo di valutazione del merito creditizio (e dei connessi sistemi di *scoring*) è «funzione relativa ad attività bancaria» per la quale, secondo quanto prevede

³² Per G. PINO, *La ragionevolezza nel diritto*, in A. FACHECHI, *Dialoghi su ragionevolezza e proporzionalità*, Napoli, 2019, p. 20 s., quanto più le regole incorporano le caratteristiche di determinatezza (in termini di definizione della fattispecie astratta), opacità (con riguardo alla *ratio legis*) e pubblicità (in merito alla conoscibilità da parte dei destinatari e agli altri consociati), tanto più esse funzionano come «dispositivi di certezza».

³³ Sul punto si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, Bari, 2023, p. 192.

l’Autorità Bancaria Europea, occorre richiedere la relativa autorizzazione³⁴.

Laddove l’interprete procedesse decisamente in questa direzione verrebbe scoraggiata la costruzione di filiere produttive tese ad eludere gli obblighi più stringenti propri dei processi decisionali automatizzati: il soggetto che eroga il credito e quello, eventualmente diverso, che valuta il merito creditizio del potenziale debitore sarebbero infatti sottoposti al medesimo statuto speciale previsto per chi esercita attività bancarie.

È evidente che ciò non risolverebbe le difficoltà legate alla definizione dei compiti, dei poteri decisionali e delle relative responsabilità tra intermediario finanziario creditore e fornitore esterno del servizio di *credit scoring*, nell’ottica dell’art. 15, comma 1, lett. h) e dell’art. 22 del GDPR. Purtuttavia, l’autorità sarebbe in grado di esercitare i propri poteri di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva su tutti i soggetti coinvolti nel processo decisionale, anche se frazionato, fornendo tutela all’interessato su di un piano diverso, ma non per questo meno efficace, rispetto a quanto assicurato dalla disciplina di protezione sul trattamento dei dati personali.

Nell’ottica di assicurare la sana e prudente gestione dell’ente, la disciplina di vigilanza già si sofferma infatti su procedure, metodologie e tecniche di gestione del rischio di credito, comprese quelle relative alla valutazione e al monitoraggio del merito creditizio³⁵. In tale prospettiva, l’utilizzo di processi decisionali automatizzati, in modo particolare se caratterizzati da tecniche di intelligenza artificiale e *machine learning*, è già stato oggetto di attenzione, evidenziando carenze di competenze mostrate dagli intermediari che hanno proceduto alla completa esternalizzazione dei propri sistemi di *credit scoring*³⁶.

³⁴ Cfr. EBA, *Relazione finale sugli orientamenti in materia di esternalizzazione* [EBA/GL/2019/02], 25 febbraio 2019), in part. Orientamenti n. 4 e 12.1.

³⁵ BANCA D’ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte I, Tit. IV, Cap. 3, All. A.

³⁶ E. BONACCORSI DI PATTI, F. CALABRESI, B. DE VARTI, F. FEDERICO, M. AFFINITO, M. ANTOLINI, F. LORIZZO, S. MARCHETTI, I. MASIANI, M. MOSCATELLI, F. PRIVITERA, G. RINNA, *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario*

Insomma, le prime indagini empiriche mostrano una pericolosa tendenza degli intermediari creditizi ad affidarsi in maniera eccessivamente cieca all'*outsourcing* di *credit scoring*, anche e soprattutto laddove quest'ultimi utilizzino tecnologie avanzate.

L'attrazione del *credit scoring* nell'alveo delle attività riservate agli intermediari creditizi potrebbe peraltro mitigare le debolezze del GDPR non solo nell'ipotesi in cui i processi decisionali automatizzati di concessione dei finanziamenti siano "destrutturati" su più operatori, ma anche qualora il debitore valutato sia un soggetto diverso da una persona fisica (ad esempio, una società di capitali).

Nel valutare la disciplina dei sistemi decisionali automatizzati propria del GDPR non possiamo infatti trascurare un'ulteriore lacuna significativa, laddove essi siano applicati a processi creditizi: l'ambito di applicazione soggettivo ristretto alle persone fisiche.

Se è vero che le persone fisiche – e tra esse in modo particolare i consumatori - sono i soggetti maggiormente bisognosi di protezione, è a tutti evidente che l'esclusione delle imprese da qualsivoglia forma di tutela aumenta il rischio che le scelte allocative degli intermediari siano compromesse e, pur assumendo che un servizio esterno di *scoring* non sia necessariamente sinonimo di inefficienza, l'assenza di vigilanza e di poteri diretti di *enforcement* in capo alle autorità può sollevare rischi sistemici e di stabilità del mercato finanziario³⁷.

3. A distanza di quindici anni dalla sua emanazione la direttiva 2008/48/CE sui contratti di credito ai consumatori viene rimpiazzata da un provvedimento che tenta di affrontare le nuove sfide del mercato del credito, anche indotti dagli

italiano, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 721, Roma, ottobre 2022, 29.

³⁷ In questo senso si rinvia a L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *Riv. Dir. Banc.*, luglio-settembre, 2023, p. 500.

sviluppi legati alla digitalizzazione³⁸. A poco più di un mese di distanza, nel novembre 2023, esigenze analoghe portano il legislatore unionale a intervenire anche nella disciplina dei servizi finanziari conclusi a distanza con i consumatori, con alcune modifiche della direttiva 2011/83/CE³⁹

Nell'ambiente online sono infatti comparsi nuovi prodotti di credito, come il *Buy now, Pay later*, che potrebbero indurre i consumatori a comportamenti d'acquisto impulsivi (se non compulsivi) e potenzialmente ad un consumo eccessivo⁴⁰. In questa prospettiva viene messo in luce il crescente utilizzo di trattamenti automatizzati per la personalizzazione del prezzo delle offerte di credito a determinati consumatori o specifiche categorie di consumatori da parte di creditori e intermediari del credito⁴¹. La profilazione dei potenziali debitori è facilitata dall'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale, che oggi possono essere utilizzati anche per la valutazione di merito creditizio. Tali sistemi hanno altresì la capacità di elaborare dati variegati ed "eccentrici", rispetto alle tradizionali informazioni economico-finanziarie⁴², come quelli reperibili sul web o sui *social*

³⁸ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE, considerando 3 e 4 (di seguito anche CCD II).

³⁹ Cfr. direttiva (UE) 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

⁴⁰ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, considerando 7 e 17. Sul *Buy now, Pay later* si rinvia, per una rassegna ragionata delle iniziative di mercato, a L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, Questioni di Economia e Finanza, n. 730, novembre 2022. I profili giuridici sono esaminati, tra gli altri, da A. CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il Buy Now Pay Later*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA, *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, p. 95 ss.

⁴¹ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, considerando 46. Per una prima riflessione sul progetto di direttiva si vedano, fra gli altri, M.L. MONTAGNANI, C. PAULESU, *Towards an Ecosystem for Consumer Protection in the Context of AI-based Credit Scoring*, in *European Business Law Review*, 33, n. 4, 2022, p. 557 ss.

⁴² La valutazione di merito creditizio misura la capacità di rimborso del debitore e può essere intesa come apprezzamento del grado di rischio connesso all'operazione di prestito, nella duplice accezione di rischio economico derivante dall'insolvenza del debitore, che comporti una perdita definitiva sul capitale prestato, e di rischio finanziario (di liquidità), collegato al mancato rimborso alla scadenza convenuta, pur con ragionevoli aspettative sul rientro in un momento successivo. Nel caso del consumatore il creditore di regola deve valutare le fonti di reddito e le voci di spesa, attuali e prospettive, al fine di determinare la probabilità di rimborso integrale e tempestiva del capitale

*network*⁴³. Infine, sono comparsi nuovi operatori sul mercato del credito, quali le piattaforme *peer-to-peer*, che potrebbero essere sottratte alla disciplina speciale dei finanziatori professionali (primi fra tutti, gli intermediari creditizi)⁴⁴. La contrattazione avviene sempre più spesso con interfacce *online* interamente automatizzate, quali *chatbot*, *robo-advice*, strumenti interattivi o mezzi analoghi, che potrebbero indurre in errore o manipolare i consumatori o altrimenti distorcere o compromettere la loro capacità di prendere decisioni libere e informate⁴⁵.

In relazione ai temi ora accennati il legislatore unionale impone in primo luogo ai finanziatori di informare i consumatori in modo chiaro e comprensibile sulla circostanza che il prezzo offerto loro per il credito è personalizzato sulla base di un trattamento automatizzato dei dati personali, inclusa la profilazione. Il consumatore ha peraltro il diritto di ottenere spiegazioni adeguate anche su tale aspetto, così da poter valutare se il contratto offerto sia adeguato alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria⁴⁶. Ciò dovrebbe consentire ai consumatori di prendere coscienza dei rischi potenziali insiti nella decisione di acquisto.

Alcune questioni critiche rimangono tuttavia aperte.

Prima di tutto, la direttiva CCD II non precisa quali siano le condizioni perché il finanziatore possa procedere ad un trattamento automatizzato finalizzato a personalizzare il prezzo del credito, quasi fosse implicitamente consentito dalla legge, mentre esso deve senz'altro sottostare anche alla disciplina del GDPR e, in particolare, alle regole dettate dall'art. 6 circa la liceità del trattamento e, laddove si

mutuato e degli interessi. merito creditizio è trattato tradizionalmente dai tecnici bancari. Sul merito creditizio rinvia, per tutti, a G. FORESTIERI, B. ROSSIGNOLI, *I prestiti*, in P. MOTTURA (a cura di), *La gestione della banca*, Milano, 1986, p. 217 ss.

⁴³ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, considerando 56 e 57.

⁴⁴ In argomento si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *L'impatto del Fintech Credit nella regolazione dei mercati finanziari*, in S. DOMINELLI, G.L. GRECO, *il mercato dei servizi fra regolazione e governance*, Torino, 2019, p. 173 ss.

⁴⁵ Cfr. direttiva (UE) 2023/2673, considerando 16 e art. 16-*sexies*.

⁴⁶ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, artt. 10-13.

tratti di decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, dall'art. 22⁴⁷.

In secondo luogo, a differenza di quanto previsto per i sistemi di *credit scoring*, la direttiva CCD II non prevede alcun limite alle categorie di dati personali utilizzabili quali parametri per elaborare un'offerta personalizzata: si tratta di una carenza non trascurabile, perché consente di sfruttare le già ampie asimmetrie informative esistenti tra consumatori e fornitori⁴⁸, utilizzando peraltro dati non necessariamente pertinenti e affetti da *bias* (come quelli rinvenibili sul *web* o sui *social media*). Si deve però ritenere che, se decisa autonomamente da un trattamento automatizzato (anche nella forma di profilazione), l'offerta del prezzo personalizzato non possa basarsi su dati sensibili del potenziale cliente (es. dati sulle condizioni di salute), salvo il consenso esplicito dell'interessato ovvero motivi di interesse pubblico rilevante, nonché misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato⁴⁹.

In terzo luogo, non è chiaro se il diritto del consumatore a ottenere spiegazioni adeguate previsto dall'art. 12 sia limitato al dato circa il fatto che il prezzo sia o meno stato personalizzato sulla base di profilazione (o, comunque, di un trattamento automatizzato) ovvero se tale diritto vada a ricomprendere anche le informazioni sulla logica e sui parametri utilizzati per determinare il prezzo, come è già stato da taluni auspicato⁵⁰. Anche in questo caso possono venire (parzialmente) in soccorso le disposizioni del GDPR e, in particolare, dell'art. 14, par. 2, lett. f) e dell'art. 15, par. 1, lett. g), che obbligano il finanziatore o l'intermediario del credito a fornire all'interessato informazioni sulla fonte, se del caso accessibile al pubblico,

⁴⁷ In argomento si veda, tra gli altri, F. FERRETTI, *Consumer Access to Capital in the Age of Fintech and Big Data: The Limits of EU Law*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 25, 480, 2018, p. 476 ss.

⁴⁸ EDPS, *Opinion 11/2021 on the Proposal for a Directive on consumer credits*, 26 August 2021, p. 11.

⁴⁹ Così può argomentarsi facendo riferimento a quanto previsto dall'art. 22, par. 4, del GDPR.

⁵⁰ EDPS, *Opinion 11/2021*, cit., p. 13: «*the EDPS recommends adding an obligation to provide clear, meaningful and uniform information about the parameters used to determine the price and to clearly delineate the categories of personal data that may be used as parameters to draw up a personalised offer*».

da cui hanno origine i dati personali trattati per personalizzare l'offerta di prestito⁵¹. Tuttavia, il perimetro oggettivo del GDPR non copre l'esigenza di conoscere il *design* del trattamento automatizzato (compresa la profilazione), se esso non esaurisce il processo decisionale⁵², né essa potrebbe essere ragionevolmente soddisfatta anche se il trattamento automatizzato di personalizzazione del prezzo si avvalsesse di intelligenza artificiale, in quanto non rientrerebbe di *default* tra i sistemi ad alto rischio né tra quelli per i quali l'attuale progetto di *Artificial Intelligence Act* prevede obblighi di trasparenza.

La direttiva CCD II adotta regole decisamente più severe sulla valutazione del merito creditizio, attingendo anche agli esiti dei lavori ormai molto avanzati per l'elaborazione dell'*Artificial Intelligence Act*⁵³.

In merito ai sistemi di *credit scoring* automatizzati – tra i quali rientrano evidentemente anche quelli che utilizzano intelligenza artificiale – la direttiva CCD II dispone che il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano⁵⁴, prima di tutto esprimendo la propria opinione (ossia replicando) alla decisione assunta⁵⁵. L'intervento umano può altresì consistere nella richiesta di «un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte del creditore»⁵⁶, implicitamente legittimando l'eventuale adozione di un sistema di *credit scoring* che assuma

⁵¹ In questo senso cfr. direttiva (UE) 2023/2225, considerando 46.

⁵² Cfr. art. 13, par. 2, lett. f); art. 14, par. 2, lett. g); art. 15, par. 1, lett. h), del GDPR, che fanno sempre riferimento al processo decisionale automatizzato ex art. 22. Una profilazione scorretta potrebbe portare a offrire a talune categorie di consumatori (es. genitori single, immigrati) prestiti più onerosi a breve termine (i c.d. *payday loans*) o comunque altri servizi finanziariamente non convenienti (ad esempio, carte di credito *revolving*). Sul punto cfr. anche GRUPPO DI LAVORO ARTICOLO 29 PER LA PROTEZIONE DEI DATI, *Linee guida*, cit., p. 25.

⁵³ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, considerando 56.

⁵⁴ Secondo EDPS, *Opinion 11/2021*, cit., p. 9, sarebbe stato preferibile parlare di valutazione (*assessment*) umana, in quanto più idonea ad affrontare e mitigare il rischio di esclusione finanziaria del richiedente.

⁵⁵ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 8, lett. b).

⁵⁶ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 8, lett. c). La possibilità di chiedere un riesame della valutazione iniziale e della decisione non dovrebbe obbligare il finanziatore alla concessione di un credito al consumatore (considerando 56), anche laddove il nuovo esito sia positivo (considerando 54).

autonomamente la decisione di accoglimento o di rifiuto della domanda di prestito. Così formulato, il diritto presuppone che il programma informatico abbia già elaborato e comunicato al consumatore la decisione (presumibilmente, ma non esclusivamente, di rigetto)⁵⁷ del credito. Va da sé che in tal caso il sistema possa essere utilizzato solo rispettando anche le condizioni previste dall'art. 22, par. 2, del GDPR.

In terzo luogo, l'intervento umano può essere richiesto dal consumatore anche per avere una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio e del funzionamento del trattamento automatizzato, compresi le principali variabili, la logica e i rischi inerenti, nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione d'affidamento⁵⁸. Anche in questo caso si avverte l'influenza della disciplina del GDPR e dell'*Artificial Intelligence Act* che, per i sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio quali sono quelli di *credit scoring*, dispone che gli utenti siano in grado di interpretare i risultati del sistema e di usarlo appropriatamente.

In ultima analisi, i diritti concessi al consumatore qualora la valutazione del merito creditizio comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali replicano quelli attribuiti all'interessato dall'art. 22 del GDPR, con la significativa differenza che i primi prescindono dalla circostanza che la decisione sul prestito sia basata unicamente sull'esito del suddetto trattamento. Laddove la valutazione sia effettuata da sistemi che utilizzano intelligenza artificiale dovrà altresì farsi riferimento alle ancor più rigorose previsioni che l'*Artificial Intelligence Act* riserva ai sistemi ad alto rischio⁵⁹.

In caso di rifiuto del credito vige infine a carico del finanziatore uno specifico obbligo di informazione tempestiva al consumatore, che deve render conto

⁵⁷ La norma non esclude il diritto di chiedere il riesame della decisione di accoglimento del prestito, in quanto, in effetti, il consumatore potrebbe essere insoddisfatto in quanto all'importo approvato, ovvero al tasso di interesse o alla durata del finanziamento.

⁵⁸ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 8, lett. a).

⁵⁹ In argomento si rinvia, tra gli altri, a G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 3, suppl., 2021, p. 85 ss.

dell'eventuale utilizzo di un trattamento automatizzato (e dei diritti di intervento umano ad esso connessi) o del nesso causale con la consultazione di una banca dati⁶⁰.

Per quanto non vi sia qui spazio se non per un accenno, va sottolineato infine che il legislatore unionale prende finalmente una posizione chiara circa la finalità di tale valutazione, che deve essere svolta nell'interesse del consumatore per evitare pratiche irresponsabili di prestito e sovraindebitamento, imponendo al creditore di predisporre, documentare e tenere aggiornate procedure idonee alla valutazione del merito creditizio del consumatore.

Ciò significa, in concreto, che nel perseguire la finalità della sana e prudente gestione un intermediario creditizio non può prescindere da un bilanciamento tra il proprio interesse al recupero del credito (nel quale possono avere un peso considerevole anche le garanzie) e l'interesse del debitore a non sopportare gli effetti negativi correlati all'assunzione di un debito eccessivo rispetto alle proprie capacità di rimborso⁶¹.

In tale prospettiva assume particolare importanza la definizione della tipologia di informazioni che il finanziatore è tenuto a utilizzare per effettuare la valutazione, che deve essere appunto finalizzata alla verifica delle prospettive di adempimento del debitore rispetto agli obblighi assunti con il contratto di credito.

La direttiva CCD II propende decisamente per le "tradizionali" informazioni economico-finanziarie, quali quelle sul reddito e sulle spese del consumatore e, in generale, sulle fonti di rimborso del prestito, sulle attività e passività finanziarie e su altri impegni finanziari. Si tratta dunque di elementi strettamente pertinenti alla verifica della capacità di rimborso del prestito, che il creditore acquisisce secondo criteri di necessità e proporzionalità rispetto alle caratteristiche del finanziamento

⁶⁰ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 9 e art. 19, par. 6.

⁶¹ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 1 e 4. Per il dibattito dottrinale e gli orientamenti della Corte di Giustizia con riguardo al prestito responsabile ai consumatori si consenta di rinviare a G.L. GRECO, *Credito adeguato e consumatore "immeritevole" nella giurisprudenza della Corte di Giustizia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2, 2019, p. 349 ss.

(natura, valore, durata, rischio).

L'ampiezza e profondità delle informazioni richieste al debitore deve comunque essere calibrata in concreto, limitandosi così alla fonte indagini eccessivamente invasive che consentano di sfruttare particolari momenti di vulnerabilità del consumatore⁶².

Non vi è alcun cenno esplicito alle garanzie del credito, reali o personali, prestate da terzi. D'altra parte, ciò non dovrebbe destare sorpresa, dato che la valutazione di merito creditizio è effettuata «*nell'interesse del debitore*, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento». Nulla impedisce, chiaramente, che il creditore richieda o, addirittura, pretenda l'acquisizione di una o più garanzie di terzi, ma perché l'erogazione abbia luogo occorre che i risultati della valutazione di merito creditizio, *al netto di tali garanzie*, attestino «che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti» secondo le modalità previste in contratto, tenendo conto dei fattori pertinenti riguardo alla «verifica delle prospettive di adempimento *da parte del debitore*»⁶³.

Dal processo valutativo del merito creditizio del consumatore sono invece escluse informazioni che includono categorie di dati personali sensibili (come quelli sulla salute) o tratte da *social network*, che non possono essere considerati fonte esterne affidabili. Tali dati non sono trattati dai creditori neanche quando in ipotesi contenuti nelle banche dati specializzate (come le centrali rischi private) di cui all'art. 19 della direttiva CCD II⁶⁴.

Le motivazioni per le quali tali informazioni vengono ritenute estranee

⁶² In questo senso anche EDPS, *Opinion 11/2021*, cit., p. 6.

⁶³ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 6 e considerando 54. È ammissibile invece che le procedure di *credit scoring* prendano in considerazione le garanzie prestate dal consumatore stesso. Il considerando 55 precisa, infatti, che nella valutazione della capacità del debitore di adempiere agli obblighi stabiliti dal contratto di credito, il creditore «dovrebbe tenere conto dei fattori pertinenti e delle circostanze specifiche, ad esempio, (...) l'esistenza di garanzie reali o di altre forme di garanzia che *il consumatore potrebbe fornire* per garantire il credito».

⁶⁴ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 19, par. 5.

rispetto alle finalità del *credit scoring* sul consumatore sono molteplici.

In ordine alla disciplina di tutela dei dati personali, è stato ritenuto che il trattamento di tali informazioni avrebbe violato i principi di trasparenza, correttezza, limitazione della finalità e minimizzazione dei dati, mancando una chiara relazione causale con la capacità del debitore di rimborsare il proprio prestito e ponendo rischi di pratiche commerciali scorrette.

Le informazioni reperibili sui *social network* sono poi fisiologicamente poco affidabili, per cui sfuggono all'obbligo generale di verifica posto dalla nuova direttiva sul credito ai consumatori a carico di creditori e gestori di banche dati⁶⁵.

Per quanto la direttiva CCD II non ne faccia espressamente cenno, è ragionevole ritenere che il divieto in discussione, che senz'altro rappresenta per gli operatori una limitazione della libertà d'impresa, sia stato introdotto quale misura necessaria e proporzionata per la salvaguardia di diritti fondamentali dei consumatori, quali il rispetto della vita privata e familiare e la protezione dei dati personali, che anche nella giurisprudenza della Corte di giustizia vanno sempre più spesso ad assumere uno spazio prevalente rispetto ad altri interessi privati e pubblici⁶⁶. Ciò a maggior ragione tenendo in considerazione le potenzialità delle tecnologie più avanzate, come l'intelligenza artificiale, grazie alla quale i sistemi di *credit scoring* possono esplorare in profondità i profili *social* dei potenziali debitori, individuando correlazioni probabilistiche suggestive (per il finanziatore)⁶⁷ ma deboli, sul piano causale, e spesso influenzate da *bias* sociali e storici.

La scelta restrittiva della direttiva CCD II sull'utilizzo dei dati reperiti sui *social network* per la valutazione di merito creditizio non è però immune da critiche.

⁶⁵ Cfr. direttiva (UE) 2023/2225, art. 18, par. 3 e art. 19, par. 7.

⁶⁶ In proposito si vedano Corte giust. UE, 9 novembre 2010, C-92/09 e C-93/09, *Schecke*, §§ 85-87; Corte giust. UE, 8 aprile 2014, C-293/12 e C-594/12, *Digital Rights Ireland*, § 65; Corte giust. UE, 22 novembre 2022, C-37/20 e C-601/20, *WM, Sovim SA c. Luxembourg Business Registers*, §§ 42 e 44.

⁶⁷ La dottrina (M.L. CUMMINGS, *Automation bias in intelligent time critical decision support systems*, in *Collection of Technical Papers - AIAA 1st Intelligent Systems Technical Conference*, n. 2, 2004, p. 557 ss.) sottolinea la propensione dell'essere umano ad accogliere con favore le indicazioni dei sistemi automatizzati ignorando o non ricercando le informazioni contraddittorie.

Vi è chi ritiene, infatti, che le nuove tecniche di *scoring* basate su dati non tradizionali agevolino la concessione di prestiti a consumatori altrimenti non affidabili, in quanto privi di un'adeguata storia creditizia e di una solida situazione finanziaria. Insomma, rinunciare ai dati dei *social network* ostacolerebbe un auspicabile processo di inclusione finanziaria delle fasce più deboli della popolazione. Di contro, non vi sono ancora solidi e univoci studi sull'efficacia delle suddette tecniche, anche in relazione alla gestione del rischio di sovraindebitamento del consumatore finanziariamente svantaggiato.

Da altra prospettiva, è difficile confutare l'opinione di chi sostiene che, per le medesime argomentazioni, avrebbe dovuto essere esplicitamente proibito anche l'utilizzo dei dati relativi alle ricerche o alla navigazione sul *web* o alla geolocalizzazione del debitore⁶⁸.

Di contro, la direttiva CCD II non considera lecito *tout court* l'utilizzo di tali dati, per i quali resta pur sempre valido il principio generale della pertinenza rispetto alla finalità della verifica della prospettiva di adempimento da parte del consumatore, nonché della necessità e proporzionalità rispetto alla natura, alla durata, al valore e ai rischi del credito per il consumatore.

Tale principio generale deve considerarsi applicabile non solo per i dati di navigazione sul *web* o del GPS ma anche per altre categorie di dati – purché non sensibili né trattati dai *social network* – che possano essere reperiti per altra via. Si pensi alle informazioni fornite dagli assistenti vocali o da applicazioni IoT (*Internet of Things*), come le automobili o gli elettrodomestici *smart*.

Ogni qualvolta il creditore intenda utilizzare per i processi di *credit scoring* informazioni diverse da quelle sul reddito, sulle spese, sulle attività e passività finanziarie, sugli impegni finanziari, in generale: sulla situazione economico-finanziaria del consumatore, siano esse tratte da fonti interne o esterne, occorrerà che ne sia dimostrata l'accuratezza, l'affidabilità e la pertinenza rispetto alla finalità

⁶⁸ EDPS, *Opinion 11/2021*, cit., p. 7.

perseguita (la verifica delle prospettive di adempimento del credito), alla luce del criterio di proporzionalità da applicarsi sulla base delle caratteristiche del credito. Tali valutazioni dovrebbero essere inoltre riscontrabili nella documentazione rilevante delle procedure apprestate dal creditore per la valutazione di merito creditizio del consumatore⁶⁹.

La disciplina dettata dalla direttiva CCD II sulla valutazione del merito creditizio si applica però al solo «creditore», ossia alla persona fisica o giuridica che concede o si impegna a concedere credito nell'esercizio di attività commerciale o professionale. Sfuggono dunque gli eventuali fornitori terzi ai quali i creditori affidassero il compito di verificare l'affidabilità di un potenziale debitore e ciò comporta il rischio che operino disinteressandosi delle nuove regole.

L'obbligo imposto al creditore di erogare il credito solo a fronte di un risultato positivo della valutazione di merito creditizio, che a sua volta deve rispondere ai criteri dettati dall'art. 18 della CCD II, dovrebbe indurre il creditore a pretendere comunque dal fornitore terzo il rispetto dei predetti criteri. Non possono tuttavia sottacersi le difficoltà nel verificare che ciò effettivamente accada, tanto sul piano meramente informativo quanto nell'eventuale fase di *enforcement*, come già ha dimostrato la sentenza Schufa su cui mi sono in precedenza soffermato.

L'innovazione tecnologica, infine, manifesta i suoi effetti anche nella configurazione dei canali di distribuzione dei prodotti creditizi diretti ai consumatori, che sempre più frequentemente vedono l'utilizzo di strumenti o interfacce *online*.

La direttiva (UE) 2023/2673 prende atto che per assicurare un livello elevato di protezione dei consumatori anche nei mercati digitalizzati occorre intervenire sugli obblighi precontrattuali nonché vietare alcune pratiche commerciali sleali che

⁶⁹ Sull'applicazione del principio di proporzionalità nell'esercizio dell'attività bancari si consenta di rinviare a G.L. GRECO, *L'equilibrio delle regole*, cit., *passim*.

possono distorcere o compromettere la capacità di giudizio del consumatore quando utilizza le interfacce *online* dei creditori o degli intermediari del credito.

In primo luogo, quando il contratto di servizi finanziari a distanza può essere concluso mediante strumenti online interamente automatizzati, quali *chatbot*, *robo-advice*, strumenti interattivi o mezzi analoghi, il consumatore deve avere il diritto di chiedere e ottenere l'intervento umano prima di concludere il contratto e, in determinati casi giustificati (rinnovo di un contratto, gravi difficoltà per il consumatore, necessità di ulteriori spiegazioni), anche successivamente⁷⁰. Queste previsioni si ispirano evidentemente a quanto già previsto per i trattamenti automatizzati dall'art. 22 del GDPR e dalla direttiva CCD II.

In secondo luogo, la direttiva (UE) 2023/2673 vuole evitare che i professionisti evitino di utilizzare pratiche commerciali che spingano gli utenti a comportamenti indesiderati o a prendere decisioni non volute e sfavorevoli. Tra tali pratiche vi sono quelle che presentano le scelte in maniera non neutrale, ad esempio attribuendo maggiore rilevanza a talune scelte attraverso componenti visive, uditive o di altro tipo, o quelle che rendono il recesso da un contratto più arduo rispetto alla sottoscrizione del contratto stesso⁷¹.

Non sono invece adottate regole specifiche con riferimento alla commercializzazione sui *social media* da parte di *influencer*, per quanto il legislatore si soffermi sulla possibilità che tali pratiche incoraggino il consumatore a concludere contratti su prodotti finanziari senza riflettere adeguatamente sui rischi connessi e sulla rispondenza alle proprie esigenze. Nelle more di eventuali interventi specifici del regolatore, la direttiva (UE) 2023/2673 ricorda in particolare che le disposizioni della direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali potrebbero riguardare anche le azioni di marketing degli *influencer* sulle piattaforme di *social media*⁷².

La rilevanza che stanno assumendo tali pratiche è direttamente

⁷⁰ Cfr. direttiva (UE) 2023/2673, art. 16-*quinquies*, par. 3 e considerando 40.

⁷¹ Cfr. direttiva (UE) 2023/2673, art. 16-*sexies*, par. 3 e considerando 41.

⁷² Cfr. direttiva (UE) 2023/2673, considerando 42.

proporzionale alla crescita dei *social media* e potrebbe essere opportuno intervenire sulla direttiva 2005/29/CE per adattare il catalogo degli indicatori di slealtà del comportamento commerciale ivi previsti alle nuove modalità di promozione, vendita o fornitura di un prodotto.

4. Gli interventi regolatori più recenti si muovono su varie traiettorie, tese talvolta a rafforzare il patrimonio informativo del consumatore, talaltra a consentirgli di reagire, secondo varie modalità, alla decisione assunta dalla macchina richiedendo l'intervento umano. Il consumatore è ancora visto come essere capace di decisioni autonome, per quanto fragile e vulnerabile⁷³.

In qualche raro caso la legge impone limiti all'autonomia del finanziatore, prevedendo meccanismi di protezione oggettivi. L'esclusione *ex lege* della facoltà di utilizzare i dati sensibili e quelli trattati dai *social network* nelle applicazioni di *credit scoring* è condivisibile, ma non rappresenta certo un argine definitivo alle minacce di una società ormai affetta da infodemia, nella quale non possiamo che constatare l'ipertrofia dell'identità digitale di un consumatore che sempre più vive *onlife* e la disseminazione compulsiva di dati personali nel *web*.

Intelligenza artificiale e *Big Data* consentono alle imprese di svelare l'inconscio digitale del consumatore⁷⁴, condizionandone il comportamento al di sotto della soglia di coscienza sui percorsi oscuri delle *black box*. Il consumatore incosciente è sempre meno padrone delle proprie decisioni: esse spesso vengono assunte altrove, fuori dalla propria sfera di dominio.

Il *credit scoring* algoritmico rischia ad esempio di avere un doppio effetto

⁷³ In argomento si vedano, tra gli altri, C. RIEFA, *Protecting Vulnerable Consumers in the Digital Single Market*, in *European Business Law Review* 33, n. 4, 2022, p. 607 ss.; M.C. PAGLIETTI, M. RABITTI, *A Matter of Time. Digital-Financial Consumers' Vulnerability in the Retail Payments Market*, in *European Business Law Review* 33, n. 4, 2022, p. 581 ss. e, da ultimo, a M. RABITTI, *Il consumatore vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, settembre 2023, p. 1 ss.

⁷⁴ La riflessione, per quanto avanzata su di un piano più generale, è di B.-C. HAN, *Infocrazia*, cit., p. 15.

discriminatorio: per un verso, andando a escludere dall'accesso al credito tutti coloro che non rientrano nei parametri definiti dalla macchina per valutarne la meritevolezza⁷⁵; d'altro canto, conformando le caratteristiche di coloro che sono ammessi al credito. La profilazione ideale, algoritmica, dei meritevoli di credito⁷⁶ può rappresentare nei fatti una minaccia alla diversità delle persone e quindi all'individualità e all'autodeterminazione dell'uomo. Se così fosse, l'inclusione avrebbe un prezzo eccessivo.

La complessità del contesto impone non solo un recupero etico⁷⁷ ma anche una riflessione sullo stile della regolazione, che sembra il risultato una battaglia di retroguardia, fatta di precetti forse già superati dagli eventi.

L'alto tasso di innovazione che contraddistingue i mercati digitali richiederebbe al contrario una definizione degli obblighi a più elevata flessibilità, in modo da contrastare il rischio immanente di una rapida obsolescenza⁷⁸.

Nei mercati regolati moderni, caratterizzati da complessità sociali, economiche e tecniche, la dimensione del diritto per principi appare infatti la più adatta alla gestione del riequilibrio tra valori potenzialmente in conflitto⁷⁹, così da evitare che uno di essi – la tecnologia – diventi dominante e annulli tutti gli altri – oggi, il rispetto della vita privata e la riservatezza, domani il libero arbitrio, l'autodeterminazione.

Principi o clausole generali – alla stregua di norme aperte, “valvole”

⁷⁵ Tanto da potersi dire (K. JOHNSON, F. PASQUALE, J. CHAPMAN, *Artificial Intelligence, Machine Learning, and Bias in Finance: Toward Responsible Innovation*, in *Fordham L. Rev.*, 88, 499, 2019, p. 504) che l'intelligenza artificiale ha «gatekeeping functions».

⁷⁶ Quasi dieci anni fa si è profeticamente parlato di “scored society”: D.K. CITRON, F. PASQUALE, *The Scored Society: Due Process for Automated Predictions*, in *Wash. L. Rev.*, 89, n. 1, 2014.

⁷⁷ F. CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 3, suppl., 2021, p. 33, secondo il quale «l'attività posta in essere avendo riguardo ai canoni dell'intelligenza artificiale spesso è carente sul piano dell'eticità; ciò in quanto in essa assume scarso rilievo la funzione di garantire un'operatività contraddistinta dalla prestazione di un consenso consapevole (...)».

⁷⁸ L. AMMANNATI, F. COSTANTINO, *Intelligenza Artificiale e regolazione dei mercati digitali. Modelli di regolazione e di regolatori*, in *Astrid Rassegna*, 11/2022, p. 14.

⁷⁹ Si è parlato appunto (G. ZAGREBELSKY, *Il diritto mite*, Torino, 1992, p. 172) di «transazioni di valori».

giuridiche – orientano lo sviluppo delle altre norme e il diritto vivente, fornendo all'interprete lo strumento per recepire e bilanciare i valori di una società pluralista, complessa e dinamica. Norme generali, elastiche, a fattispecie aperta assumono dunque un ruolo fondamentale per l'affermazione giuridica di valori e la cura di interessi pubblici e privati rilevanti.

Quando le norme esprimono principi o clausole generali all'interprete è però richiesta un'opera di concretizzazione o specificazione. In particolare, ove la normativa prevede regolazioni finalistiche o prudenziali, come nella disciplina del credito al consumo, all'autorità preposta è affidata la cura di interessi pubblici e privati variegati, tra i quali non possono escludersi situazioni di *trade-off* che impongono di frequente una ponderazione e un bilanciamento che non è sempre agevole ricondurre a profili meramente tecnico-economici.

Il processo decisionale dovrebbe pertanto essere argomentato in modo rigoroso e trasparente, così da dimostrare che la scelta operata in concreto poggi su motivazioni coerenti con le finalità perseguite. Per ridurre il rischio di arbitrio da parte dell'interprete nell'esercizio della discrezionalità concessagli e contribuire a rafforzare la certezza del diritto occorre allora fare ancor maggiore affidamento su logiche o tecniche di argomentazione, come il bilanciamento e i giudizi di proporzionalità e di ragionevolezza, che non casualmente sono sempre più spesso oggetto di discussione e di studio anche in prospettiva interdisciplinare⁸⁰.

Gian Luca Greco

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Milano*

⁸⁰ In argomento, anche per riflessioni metodologiche, si consenta ancora il rinvio a G.L. GRECO, *L'equilibrio delle regole*, cit., p. 313 s.

RIGIDITÀ ED ELASTICITÀ DELLE NORME NELL'ERA DIGITALE: DAL DIRITTO DEI CONSUMATORI AL DIRITTO BANCARIO, AL DIRITTO DELLA CONCORRENZA *

(Rules and standards in the digital era: from consumer law to banking law, to competition law)

ABSTRACT: *Il tema di questo articolo riguarda la scelta delle tecniche di regolamentazione che possono essere adottate per disciplinare le attività economiche nella sfera digitale. L'attenzione si concentra sulla distinzione tra "regole" e "norme" e in particolare sull'uso di leggi "personalizzate" o "di precisione" nei settori del diritto dei consumatori, del diritto bancario e del diritto e della regolamentazione della concorrenza. La questione fondamentale è se i sistemi giuridici stiano adottando la soluzione migliore, ossia la soluzione normativa più efficace, per quanto riguarda la scelta legislativa tra norme e regole o la loro giusta combinazione, per raggiungere e possibilmente bilanciare i loro obiettivi politici in questi settori. Le tecnologie digitali rappresentano un fattore importante sia come strumento normativo per aumentare il grado di personalizzazione/contextualizzazione del diritto, sia come oggetto normativo affrontato dalle leggi in materia bancaria e di diritto della concorrenza, che affrontano il crescente uso commerciale della tecnologia da parte degli agenti economici.*

The topic of this article concerns the choice of regulatory techniques that can be adopted to regulate economic activities in the digital sphere. The focus is on the distinction between 'rules' and 'standards' and particularly on the use of 'personalized' or 'precision' law in the areas of consumer law, banking law and on competition law and regulation. The fundamental issue is whether legal systems are

* Contributo approvato dai revisori.

adopting the best solution, i.e. the most effective regulatory solution, regarding the legislative choice between standards and rules or the right combination thereof, to reach and possibly balance their policy objectives in those areas. Digital technologies represent an important factor both as a regulatory instrument to increase the degree of personalisation/contextualisation of law and as a regulatory object addressed by laws in the banking and in the competition law fields which face the increasing commercial use of technology by economic agents.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2 Tecnologie digitali come strumenti per un diritto personalizzato. – 3. Tecnologie come oggetto del diritto personalizzato: servizi finanziari. – 4. Tecnologie come oggetto del diritto personalizzato: tutela della concorrenza.

1. Il presente lavoro è inquadrabile in di uno dei temi da tempo approfonditi con grande lucidità ed originalità da Laura Ammannati, nelle sue molteplici attività accademiche e scientifiche. Si tratta del rapporto tra diritto, tecnologia ed economia¹. Più precisamente, ciò su cui ci interessa soffermarci in questa sede riguarda la scelta delle tecniche normative da adottare per la disciplina dei rapporti economici alla luce degli sviluppi tecnologici in atto. Si tratta in particolare della scelta tra norme più elastiche (standard) e norme più rigida (*rule*), analizzata in connessione con l'applicazione presente e futura delle tecnologie digitali in economia e nello stesso diritto.

La distinzione tra *rule* e standard, che – come è ben noto – attiene al diverso grado di elasticità e di precisione di una norma in relazione alle specificità del caso concreto cui si applica, si collega strettamente alle questioni emerse in questi ultimi decenni relativamente al rapporto tra diritto, economia e tecnologie digitali.

¹ Cfr., a titolo meramente esemplificativo, Ammannati, *Regolatori e supervisori nell'era digitale: ripensare la regolazione*, Giur. Cost., 2023, 3, p. 1453 ss.; Ammannati, Canepa, Greco, Minneci (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali. La regolazione dei mercati in trasformazione*, Torino, 2021.

Come accennato, la differenza fondamentale tra *rules* e standards riguarda generalmente il contenuto prescrittivo dalla norma². Non si tratta solo di una differenza quantitativa, ma anche ed in primis qualitativa: negli standards il contenuto della regola di condotta (ad es. il fatto vietato o il comportamento prescritto) non è interamente precisato a priori, ma è determinabile e determinato, almeno in parte, solo in relazione a precisi tratti del caso concreto. Si pensi al limite legale massimo di velocità di un autoveicolo che dipende dalle specifiche circostanze (es. ambientali, di visibilità, di traffico) in cui si trova concretamente il conducente. Rispetto alla *rule*, ciò rende lo standard una norma più elastica, idonea a comprendere (ad esempio, vietare) una maggiore varietà di fatti capaci di venire in rilievo rispetto alla ratio della norma stessa. Per la stessa ragione, lo standard è altresì una norma che possiede un grado di personalizzazione e di contestualizzazione – e quindi di precisione – più alto, in quanto maggiormente idonea a calibrare caso per caso la prescrizione alla luce delle circostanze concrete in ragione dello scopo perseguito (es. vietando tutti ed esclusivamente i comportamenti effettivamente lesivi del bene protetto).

La distinzione tra *rules* e standards è concettualmente netta. Nella pratica però spesso è solo una questione di grado. Ci sono norme che si avvicinano più al tipo puro di *rules* e quelle invece che si avvicinano di più a standards, a seconda di quanto è determinato in astratto e quanto è determinabile solo in concreto.

Quindi, il livello di precisione degli stessi standards può variare, dando vita a norme capaci di tenere conto in misura maggiore o minore delle caratteristiche concrete della situazione o della persona/persona in questione, rilevanti in relazione allo scopo normativo che si mira a realizzare. Si pensi al divieto di intese restrittive ex art. 101, par. 1, TFUE. Esso contiene standards di varia precisione, minore nella parte relativa alle intese che “abbiano per oggetto” di restringere la concorrenza, ed invece

² Come vedremo *infra*, la distinzione può anche riguardare l'ambito di applicazione di una disciplina.

maggiore in quella vietante le intese che “abbiano per effetto” di restringere la concorrenza. In entrambi i casi, l'accordo sarà considerato non solo di per sé ma anche in relazione allo specifico contesto in cui si colloca. La differenza è che la valutazione degli effetti anti-competitivi è più approfondita o più estesa, ossia idonea a prendere in considerazione un numero maggiore di elementi della fattispecie concreta. Più approfondito è l'esame, o maggiori sono gli elementi esaminati, e quindi maggiori sono i tasselli di un puzzle da risolvere a disposizione, più precisa è tendenzialmente la rappresentazione del quadro da valutare e conseguentemente più corretta è la sua valutazione in relazione agli obiettivi perseguiti dalla relativa disciplina. Una norma che richiede che si prenda in considerazione una determinata condotta in sé e per sé, senza doverla/poterla contestualizzare o individualizzare, è una norma che può risultare in falsi positivi o in falsi negativi e quindi in una disciplina erronea. Nel primo caso, si vieta la condotta sebbene nelle circostanze in cui è stata messa in atto o in riferimento alle caratteristiche della persona che ha agito o della persona 'destinataria' dell'azione, non si ha lesione dell'interesse protetto dalla norma. Nel secondo caso, si permette la condotta sebbene nello specifico contesto o in riferimento ai caratteri personali del soggetto o dei soggetti che vengono in questione, si ha in realtà lesione dell'interesse tutelato dall'ordinamento.

È forse opportuno precisare che la distinzione tra standard e *rule* non corrisponde alla contrapposizione tra regolazione *ex post* e regolazione *ex ante*. La personalizzazione/contextualizzazione, caso per caso, del preciso contenuto prescritto può essere realizzata non solo *ex post*, ma anche *ex ante*. Ne è un esempio il diritto UE della concorrenza in materia di concentrazioni, che prevede la necessaria valutazione prognostica da parte dell'autorità antitrust dei possibili effetti anti-competitivi di una data operazione societaria, prima che questa possa essere perfezionata.

In linea di principio il grado di precisione di una norma è direttamente

proporzionato alla sua efficacia, intesa come capacità di realizzare il proprio scopo³. Più caratteristiche (personali e/o contestuali) si prendono in considerazione, più la norma è 'su misura', cioè calibrata sul caso concreto e individuale. E più è calibrata, tendenzialmente maggiore è la sua efficacia. Di converso, minore è il grado di personalizzazione e/o di contestualizzazione dell'applicazione di una norma, maggiore è il rischio che la norma risulti imprecisa e quindi inefficace nel realizzare il proprio obiettivo, per eccesso (*over-enforcement*) o per difetto (*under-enforcement*).

Quanto appena detto vale sempre in linea astratta, tuttavia in pratica si può avere l'esito opposto. La precisione di una norma in relazione alle circostanze concrete a cui viene applicata, può risultare deleteria per la sua efficacia. Ciò avviene per esempio quando il grado di precisione a cui si mira richiede valutazioni eccessivamente complicate e/o lunghe, con la conseguenza che l'ordinamento può non riuscire in concreto ad applicare la normativa in una misura soddisfacente, lasciando non sanzionate condotte dannose. L'eccessiva personalizzazione/contestualizzazione nei fatti produce nell'ordinamento una lacuna applicativa. In poche parole, sono situazioni in cui 'il meglio è nemico del bene'. In questi casi, semplificando la norma (e quindi il relativo processo di applicazione), rendendola meno precisa nel contenuto, ne potremmo migliorare l'efficacia.

Nella scelta tra *rule* o standard, o, il che è lo stesso, del grado di elasticità applicativa da attribuire ad una norma, la precisione e quindi l'efficacia ad evitare sia l'*over-* che l'*under-enforcement* non è l'unico interesse che può venire in rilievo, e che quindi devono essere bilanciate. Un altro interesse è la certezza del diritto. Vi è tendenzialmente un *trade off* tra precisione e prevedibilità normativa, visto che per definizione uno standard, una norma altamente precisa, richiede che si tenga conto delle specifiche caratteristiche del caso concreto, con la conseguenza che la condotta

³ A meno che l'obiettivo della norma sia proprio quello dell'uguaglianza, e cioè quello di evitare trattamenti differenziati connessi alla diversità di certi elementi (es. nazionalità, sesso): in questo caso l'efficacia della norma dipende dalla sua rigidità di fronte alle differenze.

prescritta non è determinabile, almeno non interamente, a priori in astratto.

Un ulteriore interesse pubblico da tenere conto nel decidere sull'opportunità tra *rule* o standard è la gestione dei costi, intesi in senso lato, di produzione normativa, di enforcement e di compliance. Una *rule* richiede un notevole sforzo e capacità da parte del legislatore/regolatore per (cercare di) individuare a priori le condotte che necessitano di essere disciplinate (sulla base per esempio di studi, previsioni e consultazioni approfondite) e nel tempo per aggiornarle se e per quanto necessario. D'altro canto, uno standard necessita da parte delle autorità applicative (giudice o autorità amministrativa) uno sforzo per determinare in concreto il contenuto della regola, lasciata a monte indeterminata sul piano astratto, da applicare alle singole fattispecie. Generalmente, maggiore è la complessità delle situazioni da regolare, maggiore è la complessità della norma (in termini di elementi personali/contextuali da valutare, per essere precisa), maggiore sarà il relativo costo di applicazione, caso per caso. Inoltre, i costi derivanti da una disciplina 'su misura' possono prodursi anche sul lato delle imprese, soprattutto quelle piccole, che dovranno valutare caso per caso, per esempio, se ogni specifico accordo che intendono concludere con altre imprese, nello specifico contesto economico e giuridico in cui tale accordo si collocherebbe, costituisca una violazione della normativa rilevante come quella che prevede il divieto di intese restrittive (art. 101 TFUE).

Al fine di cercare di bilanciare al meglio le molteplici esigenze in gioco, gli ordinamenti fanno ricorso ad una varietà di approcci regolatori, molto spesso contestualmente nell'ambito della stessa disciplina, in cui optano tra, o combinano in misura diversa, *rules* e standards, norme più elastiche e norme più rigide, applicate ex ante o ex post. Spesso è inevitabile coniugare e combinare uniformità e diversità, dosando l'una e l'altra a seconda delle necessità.

Nelle veloci pagine che seguono si cercherà di tratteggiare alcuni aspetti del

rapporto tra il tema della scelta tra *rules* e standards, da un lato, e le tecnologie digitali. Si tratta in realtà di rapporti di diversa natura: le tecnologie digitali possono infatti costituire tanto uno *strumento* per agevolare il ricorso a norme più precise (e quindi, sotto questo aspetto, più efficaci), quanto costituire esse stesse l'*oggetto* di un diritto personalizzato/contestualizzato.

2. *Big data* e intelligenza artificiale (IA) sono tra i fattori che stanno permettendo in modo sempre più esteso e accurato la personalizzazione di molte attività (pubbliche e commerciali) fornite ai cittadini e agli operatori economici (consumatori e imprese). Si pensi per esempio ai messaggi promozionali inviati dalle imprese ai potenziali consumatori, individualizzati grazie alla profilazione del singolo consumatore (es. alla luce dei siti web visitati di recente o di precedenti acquisti online), in modo da aumentare l'accuratezza del marketing in termini di target, e quindi la sua efficacia persuasiva. Altro esempio, più nobile, è quello della medicina sempre più personalizzata, in cui rispetto al passato si modella la cura del singolo paziente sulla base di un numero maggiore di tratti personali e specifici di quest'ultimo (incluso il suo stesso DNA), al fine di incrementare – di nuovo – l'efficacia del trattamento.

La questione è se un'analogia personalizzazione è possibile e opportuna nel mondo del diritto. Negli ultimi anni, interessanti riflessioni sono state condotte dalla dottrina giuridica, in particolare privatistica e di *Law and Economics*, sia negli Stati Uniti che in Europa, sulla possibilità e sull'opportunità di sviluppare normative più precise, rispetto alle specificità dei singoli casi concreti, attraverso il ricorso alle innovazioni tecnologiche ed informatiche⁴.

Il tema è quindi se si può e si dovrebbe utilizzare le capacità di raccolta e

⁴ Ben-Shahar, Porat, *Personalized Law. Different Rules for Different People*, Oxford, 2021; Busch, De Franceschi (eds.), *Algorithmic Regulation and Personalized Law*, Beck/Hart, 2021; Casey, Niblett, *The Death of Rules and Standards*. *Ind. Law Journ.*, 2017, pp. 1401 ss; Hacker, *Personalizing EU Private Law: From Disclosures to Nudges and Mandates*, *Eur. Rev. Priv. Law*, 2017, pp. 651 ss.

analisi dei dati per elaborare e applicare norme giuridiche sempre più 'su misura', cioè ritagliate – in modo più preciso e più diffuso rispetto al passato – sulle caratteristiche soggettive e contestuali presenti nelle singole situazioni concrete.

Si prenda l'esempio della disciplina a tutela dei consumatori. Sulla base di un adeguato livello di profilazione e quindi di personalizzazione raggiungibile tramite il ricorso ai *Big Data* e all'IA, che permette di differenziare con un grado di granularità molto più alto rispetto a quanto finora possibile, si potrebbe applicare ai singoli consumatori distinti regimi giuridici modellati in base alle loro caratteristiche, condizioni e preferenze personali. Sulla base dei loro profili individuali, il diritto personalizzato significherebbe adeguare alle loro specifiche esigenze, preferenze e condizioni, le norme dispositive e/o imperative loro applicabili nei rapporti con i professionisti, per quanto riguarda tra l'altro le informazioni che devono ricevere e/o i diritti di cui beneficiano.

Così come le differenziazioni già introdotte dagli ordinamenti come quello dell'UE tra diverse categorie di consumatori (si pensi alla sotto categoria dei c.d. consumatori 'vulnerabili'⁵) sono funzionali a predisporre una tutela più efficace in quanto più mirata, cioè maggiormente attenta alle specifiche 'vulnerabilità' di certi consumatori, dovute a vari fattori possibili, tra cui la loro specifica condizione personale fisica o psicologica, allo stesso modo, seguendo la medesima logica, ma incrementando il grado di dettaglio e di granularità adottato caso per caso, differenziazioni interpersonali ancora più precise rafforzerebbero ulteriormente l'efficacia protettiva del diritto dei consumatori. Sul piano informativo, per esempio, comunicazioni più mirate possono significare tra l'altro evitare informazioni inutili a quel determinato consumatore, con conseguente alleggerimento del 'carico informativo', che se eccessivo (*information overload*) è potenzialmente

⁵ V. la direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali delle imprese nei confronti dei consumatori nel mercato interno, che distingue all'interno del *genus* consumatore medio la *species* del consumatore particolarmente vulnerabile alle pratiche commerciali sleali (considerando n. 18 e 19, art. 5).

controproducente rispetto alla realizzazione dell'obiettivo di scelte informate e consapevoli.

Per quanto riguarda le norme dispositive, se calibrate con maggior precisione sul profilo del consumatore a cui si applicano in concreto, così che corrispondano in misura maggiore effettivamente agli interessi e alle preferenze di quest'ultimo, si potrebbe realizzare con maggior probabilità quella minimizzazione dei costi transattivi che rappresenta una delle funzioni principali delle norme derogabili.

3. Il diritto bancario e finanziario fa ricorso da tempo ad un approccio regolatorio che si basa in una certa misura sulla personalizzazione della disciplina, in ossequio tra l'altro al principio di proporzionalità⁶.

Si pensi in particolare alla normativa prudenziale volta a prevenire e gestire i rischi di instabilità finanziaria inerenti alle attività di intermediazione finanziaria. Gli obblighi imposti alle singole banche, ed in particolare i requisiti patrimoniali, sono in parte personalizzati, nel senso che la loro applicazione concreta è parzialmente calibrata su misura del singolo intermediario in funzione delle sue particolari caratteristiche e del contesto in cui opera, sul piano tra l'altro del rischio a cui le attività e la dimensione della banca possono esporre la stabilità del sistema in cui agisce. Quindi, in applicazione delle stesse norme generali e astratte, e in base ai profili effettivi delle singole banche, ogni banca può essere soggetta in concreto a differenti requisiti patrimoniali ed organizzativi.

Più nel dettaglio, nell'ambito del diritto dell'UE, il quadro di vigilanza funzionale alla gestione dei rischi bancari si articola su tre pilastri⁷. In questa sede ci interessa ricordare i primi due. Il primo pilastro regola la modalità di calcolo dei

⁶ V., tra gli approfondimenti più recenti, G.L. Greco, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, Bari, 2023.

⁷ Si veda la direttiva 2013/36/UE (CRD) e il regolamento (UE) 2013/575 (CRR), così come modificati da ultimo, rispettivamente dalla direttiva (UE) 2021/338 (CRD VI) e dal regolamento (UE) 2022/2036 (CRR II).

requisiti di capitale che ogni singolo intermediario deve soddisfare per gestire il rischio di credito, di controparte, di mercato e operativo. Il requisito di capitale è calcolato in funzione dei rischi cui sono soggette le attività della banca; più precisamente il requisito corrisponde all'8% delle attività della banca totali ponderate per il rispettivo fattore di rischio. Di conseguenza, più rischiosa è un'attività, più alto il suo importo ponderato per il rischio, e quindi maggiore sarà il capitale che la banca dovrà accantonare, e viceversa. Il secondo pilastro prevede un processo di revisione e valutazione prudenziale⁸ volto, a cadenze regolari, ad accertare che le singole banche e i singoli gruppi bancari abbiano in atto presidi patrimoniali ed organizzativi adeguati ai rischi assunti. Il riesame non riguarda solo i requisiti patrimoniali, verificando anche l'adeguatezza della strategia aziendale, della governance societaria, dei processi e delle metodologie che le banche adottano per gestire la complessità dei rischi a cui sono esposte. Ai fini del presente scritto ciò che merita di essere evidenziato sono le misure correttive che possono essere imposte, all'esito della suddetta valutazione, alla singola banca. Si tratta di misure 'personalizzate', calibrate sulle specifiche condizioni del singolo intermediario, valutate anche in relazione al contesto macro-economico e macro-finanziario in cui quest'ultimo si trova ad operare. Sono misure dirette a porre rimedio alle carenze della singola banca in materia di gestione dei rischi bancari, nei vari profili coperti dal processo di revisione e valutazione. Esse possono riguardare, ad esempio, il rafforzamento patrimoniale della banca rispetto al minimo previsto, così come interventi puntuali per migliorare la governance interna, la gestione del rischio di credito o del rischio di tasso di interesse, fronteggiando debolezze strutturali quali quelle attribuibili ad una pianificazione strategica carente, una diversificazione insufficiente e lacune nella governance interna.

La personalizzazione del diritto bancario, e quindi la 'precisione' con cui

⁸ *Supervisory review and evaluation process* (Srep), disciplinato a livello UE in primis dalla direttiva 2013/36/UE (CRD) e, per quanto riguarda i poteri della BCE nel quadro del Meccanismo di vigilanza unico, dal regolamento UE 1024/2013.

relative norme sono graduate nella loro applicazione ai singoli destinatari, ha vari intenti. In primo luogo, essa è volta ad assicurare l'adeguatezza, l'efficacia, dei presidi adottati per gestire i rischi finanziari (i primi devono essere direttamente proporzionati ai secondi). In secondo luogo, essa serve a calibrare e minimizzare i costi di compliance sostenuti dalle imprese in relazione ai rischi che da esse derivano per il sistema, permettendo in tal modo una competizione non falsata da oneri non proporzionati, erratamente imposti in modo uniforme agli intermediari, a prescindere dal livello di rischio che individualmente ciascuna di essa rappresenta per la stabilità finanziaria, e dall'entità del danno che ciascuna di essa può provocare.

La stessa esigenza di precisione, e quindi la tecnica normativa basata su un certo grado di personalizzazione, si ritrova nella risposta degli ordinamenti alla crescente digitalizzazione dei mercati e dei servizi bancari e finanziari. L'integrazione tra tecnologia digitale e attività finanziaria costituisce allo stesso tempo un'opportunità per incrementare l'efficienza e il grado di innovatività tecnologica e finanziaria, ma anche un ulteriore fonte di rischi, tra l'altro, per la stabilità finanziaria e la protezione degli interessi dei clienti.

L'espansione delle *BigTech* nel settore finanziario ben esemplifica tanto le opportunità quanto i rischi e le relative sfide concernenti la scelta degli approcci e contenuti normativi più opportuni da applicare, che discendono dall'integrazione sempre più pervasiva tra finanza e tecnologie digitali.

Una delle manifestazioni normative più caratteristiche del tentativo degli ordinamenti di conciliare i vari interessi in gioco nel quadro della crescente interazione tra finanza e tecnologie tramite un certo grado di personalizzazione del diritto, è costituita dall'istituto del regulatory sandbox o sandbox regolamentare.

Per regulatory sandbox, si intende, in ambito finanziario, "un ambiente controllato dove intermediari vigilati e operatori del settore FinTech possono testare, per un periodo di tempo limitato, prodotti e servizi tecnologicamente

innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo.”⁹ Generalmente l’obiettivo di tale istituto è molteplice. In primo luogo, attraverso lo strumento della sandbox, l’ordinamento intende sostenere l’introduzione di prodotti e servizi tecno-finanziari innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo, agevolando e assistendo il loro sviluppo, garantendo, allo stesso tempo, adeguati livelli di protezione della stabilità finanziaria, dei consumatori e della concorrenza. In secondo luogo, la sandbox regolamentare oltre a costituire un laboratorio tecno-finanziario, rappresenta anche uno luogo di sperimentazione normativa per rendere possibile o comunque agevolare l’individuazione degli interventi normativi più opportuni ed efficaci per sostenere, in sicurezza, lo sviluppo del FinTech.

Il diritto personalizzato costituisce uno strumento importante per la realizzazione degli obiettivi sopra indicati, compreso un possibile bilanciamento tra gli stessi. Le innovazioni da testare, infatti, possono beneficiare a monte di un regime normativo semplificato transitorio. Più precisamente, in ordinamenti come quello italiano, il legislatore prevede la possibilità per le autorità di vigilanza finanziaria competenti di alleggerire i requisiti normativi (patrimoniali, relativi ai perimetri di operatività, informativi)¹⁰ che i singoli partecipanti devono osservare durante la sperimentazione. Il regime semplificato è personalizzato in osservanza dei principi di proporzionalità e di parità concorrenziale¹¹, quindi tenendo conto delle specifiche caratteristiche e implicazioni del singolo prodotto o servizio innovativo da testare e dell’ambito protetto in cui tale test è effettuato; il legislatore italiano parla di “misure [...] differenziate e adeguate in considerazione delle particolarità e delle esigenze dei

⁹ Banca d’Italia, <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/index.html>. Nell’ordinamento italiano l’istituto è previsto dal decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 30 aprile 2021 n. 100 (in breve “d.m. 100/2021”), in attuazione della delega contenuta nell’art. 36, commi 2 bis e s.s., del decreto legge 30 aprile 2019, n. 34 (in breve “d.l. 34/2019”), convertito con modificazioni dalla legge 28 giugno 2019 n. 58 sulla disciplina del comitato e della sperimentazione FinTech.

¹⁰ Art. 36, co. 2 ter e quinquies, d.l. 34/2019 e Art. 14 d.m. 100/2021.

¹¹ Art. 14 d.m. 100/2021.

casi specifici”¹², in termini, per esempio, di rischi potenziali e di condizioni necessarie per la sperimentazione.

Assoggettare le nuove attività, prodotti o servizi alle stesse regole di quelli già sul mercato potrebbe essere errato in quanto tale disciplina potrebbe non essere adatta alle innovazioni e ostacolare il loro sviluppo. È per tali ragioni che il legislatore italiano non solo permette alle autorità competenti di personalizzare determinati profili della disciplina di settore, disapplicandola o derogandola¹³ in modo temporaneo, per calibrarla sugli elementi di novità, sia al momento dell’ammissione del progetto al sandbox, sia nel corso della sperimentazione e del relativo monitoraggio da parte delle autorità pubbliche¹⁴. Lo stesso legislatore prevede, altresì, che un secondo regime diversificato e personalizzato, risultante da un adeguamento dell’interpretazione della normativa settoriale rilevante, possa operare in via temporanea dopo la conclusione della sperimentazione. Siamo nell’ipotesi in cui nel corso e alla luce degli esiti della sperimentazione emerga la necessità o l’opportunità di adeguare il dettato normativo vigente alle innovazioni tecno-finanziarie in questione: se al termine del periodo di sperimentazione, tali adeguamenti normativi non sono stati ancora realizzati “le autorità possono autorizzare temporaneamente i soggetti ammessi alla sperimentazione medesima a operare nel mercato sulla base di un’interpretazione aggiornata della legislazione vigente specifica del settore.”¹⁵ Dalla lettera di tale disposizione (che prevede un’autorizzazione *ad personam*) e dal vincolo temporale del regime che ne risulta, si potrebbe sostenere che si tratta di nuovo di un diritto personalizzato, applicato alla sola impresa che ha condotto la sperimentazione, in modo da permetterle la continuazione dell’attività innovativa nel quadro di un regime giuridico altrimenti

¹² Art. 36, co. 2 quinquies, d.l. 34/2019.

¹³ Art. 36, co. 2 sexies, d.l. 34/2019.

¹⁴ Art. 14 e 16 d.m. 100/2021.

¹⁵ Art. 36, co. 2 sexies, d.l. 34/2019.

incompatibile¹⁶.

A conclusione di queste brevi riflessioni sul diritto personalizzato e regulatory sandboxes, merita evidenziare una delle principali questioni che ricorrono ogniqualvolta si tratti di applicare in modo differenziato regole comuni, ossia la difficoltà di realizzare il giusto equilibrio tra diversità e uniformità. Si tratta del non agevole compito di stabilire quando ed eventualmente quanto differenziare tra situazioni diverse, e quando e quanto applicare loro invece un trattamento uniforme. Per capire come l'istituto delle regulatory sandboxes ben esemplifica questo dilemma, basta porre il primo in rapporto al principio della tecnologia neutrale, che generalmente costituisce uno dei cardini della regolazione giuridica in materia tecnologica. Il regime delle sandboxes rappresenta infatti una deroga a tale principio, in quanto prevede la possibilità di assoggettare lo stesso tipo di attività a regole diverse a seconda delle modalità di esercizio della stessa, ed in particolare a seconda che la tecnologia impiegata sia innovativa oppure no. Per evitare indebite lesioni alla parità concorrenziale, le regulatory sandboxes, in materia finanziaria, perciò dovrebbero essere ugualmente aperte a tutti gli intermediari, che siano quelli tradizionali (e quindi già autorizzati e regolati) o i nuovi intermediari. Proprio perché il diverso trattamento normativo collegato alle sandboxes regolamentari è giustificato in quanto teso ad agevolare l'innovazione e quindi il grado di contendibilità del mercato, le condizioni di ammissione a tali regimi dovrebbero attribuire agli intermediari tradizionali le stesse opportunità di quelle concesse ai nuovi operatori FinTech, di sviluppare attività e servizi innovativi di natura tecno-finanziaria.

4. Le straordinarie – per velocità, pervasività e profondità di impatto – applicazioni commerciali e non commerciali delle tecnologie digitali hanno avuto in questi ultimi anni un effetto per molti aspetti dirompente su molte discipline

¹⁶ Se si trattasse di un adeguamento dell'interpretazione delle norme vigenti che può essere estesa, in via generale, anche agli altri intermediari, non sarebbe necessario imporre la sua temporaneità.

giuridiche. Tra queste ultime, oltre al diritto dell'economia finanziaria, spicca certamente la disciplina della concorrenza, volta specificatamente ad assicurare che il mercato concorrenziale nel suo complesso costituisca e rimanga uno strumento di benessere, e non di sfruttamento, collettivo. Nell'ambito del diritto della concorrenza, come del resto nella generalità delle altre discipline giuridiche, le questioni di fondo emerse in relazione alle innovazioni tecno-economiche sono: il diritto preesistente alla rivoluzione tecnologica è sufficiente a regolare e gestire tali innovazioni per il bene comune? In caso di risposta negativa, bastano modifiche sul piano interpretativo o comunque parziali all'impianto normativo esistente, oppure è necessario apportare riforme sistemiche più profonde?

Sul piano legislativo, la novità più evidente introdotta in vari ordinamenti per adeguarsi alle caratteristiche e alle dinamiche particolari dell'economia digitale, è l'adozione – effettuata o in fase di discussione – di un regime regolativo *ex ante* alla disciplina della concorrenza, teso ad integrare e compensare i limiti della comune normativa antitrust *ex post* nel risolvere i problemi della concorrenza digitale. Si tratta di un regime applicato specificamente all'economia digitale, pensato per affrontare più efficacemente le sfide anticoncorrenziali causate dalle condotte di un ristretto gruppo di società, le già citate *BigTech*, che occupano una posizione di crescente potere di mercato nella sfera online dell'economia mondiale. Il regolamento *Digital Markets Act* (DMA) adottato dal legislatore UE costituisce uno degli esempi più importanti del suddetto approccio regolativo¹⁷. A livello nazionale, una normativa a tutela della concorrenza, concepita ad hoc per le *BigTech*, è stata adottata (es. in Germania)¹⁸ o è fase di conclusione (es. nel Regno Unito)¹⁹ in vari

¹⁷ Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale (regolamento sui mercati digitali).

¹⁸ Bundeskartellamt, *Amendment of the German Act against Restraints of Competition*, 19 January 2021.

¹⁹ *The Digital Markets, Competition and Consumers Bill*, <https://www.gov.uk/government/publications/digital-markets-competition-and-consumers-bill-supporting-documentation/a-new-pro-competition-regime-for-digital-markets-policy-summary-briefing>.

ordinamenti.

Nel quadro del presente studio, ci interessa osservare tali riforme legislative – soffermandoci in particolare su quella dell'UE – in termini di scelta tra norme rigide e norme elastiche, e quindi tra regole in cui il comportamento prescritto da osservare nel caso concreto è già determinato in astratto e regole in cui invece il comportamento prescritto da osservare è determinabile solo in concreto.

In contrasto alle comuni norme antitrust del diritto UE, il DMA fa ricorso prevalentemente a norme rigide, prevedendo però allo stesso tempo un certo margine di personalizzazione della disciplina. Si mira quindi a preferire in via principale l'efficacia della normativa sul piano dell'enforcement (sotto il profilo dei tempi e delle situazioni concrete su cui l'ordinamento riesce effettivamente ad intervenire), allo stesso tempo però introducendo un limitato margine di elasticità per ridurre quell'inefficacia delle norme per difetto di precisione che tendenzialmente deriva da un approccio regolatorio imperniato su presunzioni normative astratte.

Il DMA mira a tutelare la contendibilità e l'equità dei mercati digitali. In funzione di tale obiettivo esso disciplina determinate attività di certe imprese che, per le dinamiche specifiche dei mercati digitali che contribuiscono a conferire loro un considerevole potere economico e con il loro eventuale comportamento sleale, sono in grado di ledere il corretto funzionamento dei mercati, a danno tra l'altro delle altre imprese e degli utenti finali.

Come accennato, l'approccio regolatorio adottato nel DMA è quello ex ante, in cui anzitutto si prevede che la Commissione, sulla base dei criteri stabiliti dal legislatore, designi a monte come *gatekeeper* un numero ridotto di grandi imprese che forniscono servizi di piattaforma di base. Da tale designazione discende l'applicazione di una serie di obblighi, vincolando tali imprese da quel momento ad un regime 'speciale'.

Sia nella fase di designazione dei singoli *gatekeeper*, che nell'individuazione degli obblighi a cui i medesimi sono vincolati, l'ordinamento dell'UE prevede la possibilità di ricorrere in una certa misura ad una personalizzazione del diritto. La principale differenza tra le due fasi, sotto questo profilo, è che l'eventuale personalizzazione del diritto relativa alla designazione determina l'applicabilità o meno del regolamento alla singola impresa, mentre, una volta designato come *gatekeeper* la successiva ed eventuale personalizzazione del diritto attiene all'individuazione degli specifici obblighi tra quelli previsti dal regolamento che sono effettivamente applicabili all'impresa. In altre parole, nella prima fase, lo standard non riguarda il contenuto normativo di singole disposizioni, ma lo stesso ambito applicativo del regime nel suo complesso. Come variante della definizione generale di standard indicata all'inizio del presente scritto, quindi, ciò che è determinabile solo in concreto non è in questo caso il contenuto della regola di condotta, quanto invece il perimetro applicativo della disciplina.

Per quanto riguarda la designazione come *gatekeeper*, l'applicazione del regolamento dipende – con una certa analogia rispetto al divieto di sfruttamento abusivo ai sensi dell'art. 102 TFUE – dall'importanza dell'impresa sul mercato, nei termini di cui all'art. 3, par. 1, DMA. Se questa importanza sussiste e viene accertata dalla Commissione, *ex ante* con la designazione di *gatekeeper* (a differenza questa volta della suddetta fattispecie di cui all'art. 102 TFUE, che è applicata *ex post*), i vincoli normativi previsti dal DMA diventano operativi.

La designazione come *gatekeeper* è determinata sulla base di tre criteri qualitativi (art. 3, par. 1 DMA), che di per sé implicano una valutazione delle singole imprese e del contesto specifico in cui operano, assumendo quindi maggiormente la natura di standard. Tuttavia, ai sensi del successivo paragrafo, gli stessi criteri sono 'trasformati' in *rules*, e cioè in soglie quantitative: nel caso del loro raggiungimento scatta automaticamente la presunzione, astratta, che l'impresa soddisfa le condizioni

per essere un gatekeeper (art. 3, par. 2, DMA). La stessa impresa può, però, confutare tale presunzione. Essa può esigere la personalizzazione della disciplina, dimostrando che sebbene raggiunga le soglie quantitative, non è da considerarsi un gatekeeper, poiché “eccezionalmente” e in concreto non soddisfa in realtà i requisiti qualitativi, “a causa delle circostanze relative al funzionamento del pertinente servizio” (art. 3, par. 5, DMA).

La personalizzazione della disciplina per confutare la presunzione (e quindi la possibilità che si applichi uno standard al posto di una *rule*) è prevista anche in senso inverso, ossia nel caso in cui sebbene non raggiunga ciascuna delle soglie quantitative di cui all'art. 3, par. 2, DMA, l'impresa, sulla base di una valutazione specifica e contestuale della Commissione, risulta comunque soddisfare i requisiti qualitativi di cui al par. 1 (art. 3, par. 8, DMA).

L'impresa designata come gatekeeper è conseguentemente soggetta come tale ad una serie di vincoli normativi imposti dal DMA. L'approccio regolatorio previsto in linea generale in questa fase è stato concepito all'insegna della uniformità, basato quindi su *rules*. Gli obblighi sono imposti a prescindere dalle caratteristiche e specificità delle imprese, in termini di modelli di business e di rischi e danni che da esse possono derivare²⁰. Le norme di condotta del DMA costituiscono quindi una disciplina indifferenziata, composta da norme *'one-size-fits-all'*, imposte indistintamente a tutte le imprese designate come gatekeepers.

Questa impostazione generale è soggetta però ad alcune eccezioni, in cui è possibile personalizzare la disciplina, tenendo conto delle circostanze specifiche del gatekeeper e dei singoli servizi che vengono in rilievo. La Commissione può stabilire che una singola impresa, designata come gatekeeper, sia vincolata da un regime specifico, in parte differenziato, rispetto agli altri gatekeeper, sulla base di distinte

²⁰ Infatti, come precisato al considerando n. 11, l'obiettivo perseguito dal DMA “consiste nel garantire che i mercati in cui sono presenti gatekeeper siano e rimangano equi e contendibili, indipendentemente dagli effetti reali, potenziali o presunti sulla concorrenza in un dato mercato derivanti dal comportamento di un dato gatekeeper contemplato dal presente regolamento.”

deroghe e per diversi motivi.

In primo luogo, l'art. 8 DMA prevede che la Commissione, di propria iniziativa o su richiesta di un gatekeeper, possa specificare le misure che il gatekeeper interessato deve attuare per garantire un'osservanza effettiva degli obblighi di cui agli artt. 6 e 7 DMA. La personalizzazione degli obblighi così specificati deve essere realizzata in funzione dell'efficacia degli stessi in relazione agli obiettivi del DMA e del singolo obbligo 'specificato', e in considerazione e delle "circostanze specifiche relative al gatekeeper e al servizio in questione"²¹. In secondo luogo, un gatekeeper può chiedere alla Commissione di sospendere temporaneamente, in tutto o in parte, uno specifico obbligo, se la sua osservanza "metterebbe a rischio, a causa di circostanze eccezionali che sfuggono al controllo del gatekeeper, la redditività economica della sua attività nell'Unione."²² In terzo luogo, un gatekeeper può essere esentato, in modo integrale o parziale, dall'osservare uno specifico obbligo, per motivi di salute pubblica o sicurezza pubblica.²³ Infine, se un gatekeeper è designato come tale, in base all'art. 3, par. 8, DMA, non perché ha già una posizione consolidata e duratura nell'ambito delle proprie attività, ma in quanto "prevedibilmente acquisirà una siffatta posizione nel prossimo futuro", la Commissione può dichiarare applicabili a tale impresa solo uno o più degli obblighi di cui all'art. 5, par. da 3 a 6, art. 6, par. 4, 7, 9, 10, 13. Tale personalizzazione, effettuata nel quadro dell'indagine di mercato di cui all'art. 3, par. 8, DMA funzionale a permettere di confutare gli automatismi astratti di cui all'art. 3, par. 2, consiste nell'individuare, ed imporre, "solo quegli obblighi" che sono "appropriati e necessari" per impedire a quello specifico gatekeeper di conseguire con mezzi sleali una posizione consolidata e duratura nell'ambito delle proprie attività.²⁴

Il tempo dirà se gli strumenti di personalizzazione e flessibilità previsti dal DMA

²¹ Art. 8, par. 7, DMA.

²² Art. 9, par. 1, DMA.

²³ Art. 10, DMA.

²⁴ Art. 17, par. 4, DMA.

tanto nella fase di designazione, quanto in quella di individuazione degli obblighi da imporre alle singole imprese, è sufficiente a rendere la disciplina adeguatamente precisa da centrare i propri obiettivi. A questo proposito, tra gli aspetti più problematici che mettono a dura prova un approccio regolatorio prevalentemente composto da una disciplina *one-size-fits-all* e da presunzioni astratte, sono a) la forte diversità che in realtà esiste tra le *BigTech*, anzitutto in termini di modelli di business²⁵; b) il fatto che i mercati digitali, con le loro specificità e dinamiche, sono un fenomeno relativamente recente rispetto al quale la ‘codificazione’ di una giurisprudenza in materia di antitrust non ancora consolidata, come quella realizzata dal DMA a fini pro-concorrenziali²⁶, può risultare non sufficientemente completa e precisa, e quindi inefficace (per eccesso o per difetto).

Matteo Ortino

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Verona*

²⁵ Crisanto, Ehrentraud, Fabian, *Big techs in finance: regulatory approaches and policy options*, FSI Brief, No. 12, March 2021, pp. 1 ss., secondo i quali “while big techs share a number of key characteristics, no two are alike”.

²⁶ Manganelli, *Il regolamento Eu per i mercati digitali: ratio, criticità e prospettive di evoluzione*, Mercato Concorrenza Regole, n. 3, 2021, pp. 473 ss, a p. 483.

LA PROPOSTA DI REGOLAMENTO EUROPEO SULLA INTELLIGENZA ARTIFICIALE E LA GESTIONE DEI RISCHI: UNA BATTAGLIA CHE PUÓ ESSERE VINTA? *

*(The proposal for a european regulation on artificial intelligence and
risk management: a battle that can be won?)*

ABSTRACT: *La proposta di Regolamento europeo sull'Intelligenza Artificiale, approvata dal Parlamento dell'Unione Europea nel giugno 2023, rappresenta una notevole sfida normativa: infatti, le tecnologie e gli algoritmi di IA presentano un'ampia varietà di profili e pongono diversi problemi sui diritti dell'individuo e sulla stessa tenuta democratica; allo stesso tempo, possono rappresentare un'opportunità per un significativo miglioramento della vita umana. Il saggio si concentra su un aspetto particolare della proposta, la gestione del rischio, che ne costituisce per certi versi l'elemento più qualificante. In particolare, si cerca di verificare se le nuove regole possano essere sufficientemente adeguate a rispondere alla necessità che gli aspetti più controversi dell'IA siano adeguatamente regolamentati e, se necessario, vietati.*

The proposal for a European Regulation on Artificial Intelligence, which the EU Parliament approved in June 2023, represents a notable regulatory challenge: in fact, AI technologies and algorithms present a wide variety of profiles and pose several problems about the rights of the individual and the democratic resilience itself; at the same time, they may represent an opportunity for a significant improvement in human life. The essay focuses on one particular aspect of the proposal, risk management, which is in some respects its most qualifying element. In particular, it tries to examine whether the new rules may be adequate enough to respond to the

* Contributo approvato dai revisori.

need for the most controversial aspects of AI to be adequately regulated and, where necessary, prohibited.

SOMMARIO: 1. L'intelligenza artificiale, tra informatica, sociologia, diritto – 2. L'AI Act: impianto generale – 3. L'approccio al rischio: i divieti – 4. I sistemi ad alto rischio – 5. I sistemi a medio e minimo rischio – 6. Conclusioni

1. Il termine “intelligenza artificiale” è da tempo entrato non solo nel linguaggio comune, ma anche nell'immaginario collettivo. Il motivo è legato al fascino (ambivalentemente unito a paura) che da sempre l'Uomo prova per una entità “aliena” che possa competere con il suo tratto specifico fondamentale, ossia la razionalità e la capacità di ragionamento astratto¹.

Tuttavia, definire cosa in concreto sia una “intelligenza artificiale” è tutt'altro che semplice². Il rischio, infatti, è di cadere nella totale ambiguità. Si pensi solo che il computer, agli albori dell'informatica, veniva chiamato in Italia “cervello elettronico”, con evidente richiamo al funzionamento del cervello umano. Tuttavia, all'epoca, il quesito sulla possibilità di configurare una “intelligenza artificiale” era stato già posto da Alan Turing, in uno dei suoi più geniali scritti³, ove si poneva il problema “*can machines think?*”⁴.

Dunque, in senso generale (ma efficace) l'intelligenza artificiale può definirsi come un programma informatico in grado di interagire con la realtà come una

¹ Per un esame, sia pure sommario, del fondamento del mito dell'intelligenza artificiale rinvio a G. LEMME, *La transizione giuridica. La crisi del diritto di fronte alla sfida tecnologica*, Torino, 2023, pp. 127 ss.

² Sottolinea l'estrema ambiguità, se non l'impossibilità, di definire l'intelligenza artificiale P. TRAVERSO, *Breve introduzione tecnica all'intelligenza artificiale*, in *Dir. pubbl. comp. ed eur.*, 2022, p. 157

³ A. TURING, *Computer machinery and intelligence*, in *Mind*, 1950; nota G. FINOCCHIARO, *La regolazione dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 1087, come il termine “intelligenza” sia ambiguo, e tenda a creare un pregiudizio di antropomorfizzazione di ciò che, in realtà, non è una vera e propria intelligenza, ma una macchina che si comporta “come se” fosse intelligente.

⁴ Sulla portata filosofica dello scritto di Turing v. G. LANDI, *Intelligenza artificiale come filosofia*, Trento, 2020, pp. 24 ss.

persona⁵. Oppure, se vogliamo, un programma informatico in grado di implementare alcune delle funzioni superiori del cervello umano.

Una definizione più completa è quella data dallo High Level Expert Group della Commissione Europea sulla IA⁶: *“Artificial intelligence (AI) systems are software (and possibly also hardware) systems designed by humans that, given a complex goal, act in the physical or digital dimension by perceiving their environment through data acquisition, interpreting the collected structured or unstructured data, reasoning on the knowledge, or processing the information, derived from this data and deciding the best action(s) to take to achieve the given goal. AI systems can either use symbolic rules or learn a numeric model, and they can also adapt their behaviour by analysing how the environment is affected by their previous actions”*.

Infine, va menzionata la definizione fornita nella proposta di Regolamento UE sull'intelligenza artificiale, che fa riferimento (art. 3, lett. a.) a *“un sistema automatizzato progettato per operare con livelli di autonomia variabili e che, per obiettivi espliciti o impliciti, può generare output quali previsioni, raccomandazioni o decisioni che influenzano gli ambienti fisici o virtuali”*⁷; si noterà, in questa definizione, l'accento alla possibilità di influenzare la realtà in base ad un *output*, ma tale definizione è tutt'altro che chiara, in quanto ogni tecnologia è teoricamente in grado di influenzare l'ambiente esterno in base ai propri *output*.

Se però vogliamo passare ad una definizione meno tecnica, ma che ponga le basi

⁵ D. DOBREV, *A definition of artificial intelligence*, 2012, <https://arxiv.org/pdf/1210.1568.pdf>; anche agli albori dell'informatica di consumo, che ha portato ad un significativo aumento della potenza di calcolo dei computer, la definizione era sostanzialmente identica: *“The term artificial intelligence denotes behavior of a machine which, if a human behaves in the same way, is considered intelligent”* (A. B. SIMMONS – S. G. CHAPPELL, *Artificial intelligence – Definition and practice*, in IEEE Journal of Oceanic Engineering, 1988, p. 14).

⁶ Commissione Europea, Rapporto *AI Watch. Defining artificial intelligence*, 2020

⁷ La formulazione è frutto dell'emendamento del Parlamento Europeo rispetto al testo base proposto dalla Commissione, che recitava *“un software sviluppato con una o più delle tecniche e degli approcci elencati nell'allegato I, che può, per una determinata serie di obiettivi definiti dall'uomo, generare output quali contenuti, previsioni, raccomandazioni o decisioni che influenzano gli ambienti con cui interagiscono”*.

per le argomentazioni di tipo economico/giuridico, oltre che sociologico, possiamo pensare alla AI come ad un programma in grado di:

- a. elaborare, a partire da alcuni dati, un ragionamento di tipo deduttivo, sia a livello matematico, sia soprattutto a livello simbolico;
- b. riuscire ad apprendere, ossia a modificare il tipo di risposta in base alla esperienza dei dati precedentemente acquisiti⁸.

Questa definizione ha il vantaggio di chiarire la differenza essenziale tra il semplice programma per computer (che da risposta identica a identica domanda, indipendentemente dalle circostanze) e l'intelligenza artificiale, che viceversa adatta le risposte alla medesima domanda basandosi sull'analisi delle risposte precedenti; ad esempio, verificando se l'operatore abbia o no scelto di validare una risposta precedentemente suggerita.

Per fare un caso pratico, appartiene all'intelligenza artificiale il programma operativo di un aspirapolvere robot che verifichi che in un certo punto della casa si accumula polvere più facilmente, e pertanto lo privilegi nell'esecuzione della routine di pulizia; oppure il software di gestione di una *playlist* musicale che proponga per primi i motivi che in passato sono stati selezionati più spesso⁹.

Va peraltro chiarito – anche agli scopi del presente studio – che il presupposto in base al quale opera normalmente l'intelligenza artificiale è la disponibilità di una grande mole di dati¹⁰. Ciò appare naturale, dal momento che l'autoapprendimento, anche nelle intelligenze biologiche, si forma attraverso l'interazione con l'ambiente

⁸ v. M. GABBRIELLI, *Dalla logica al deep learning: una breve riflessione sulla intelligenza artificiale*, in AA.VV., *XXVI lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, a c. U. Ruffolo, Torino, 2021, p. 27; sottolinea l'importanza dell'elemento esperienziale anche F. DONATI, *Intelligenza artificiale e giustizia*, in *Rivista AIC*, 2020, pag. 415, mentre, per un profilo informatico (ancorché di tipo esplicativo) rimando a G. F. ITALIANO, *Le sfide interdisciplinari dell'intelligenza artificiale*, in *Anal. Giur. Economia*, 2019, 1, pp. 10 ss.

⁹ Sui processi di autoapprendimento delle macchine, è stimolante la lettura di P. DOMINGOS, *L'algoritmo definitivo*, Torino, 2016, in particolare a pp. 47 ss.

¹⁰ D. IACOVELLI, M. FONTANA, *Nuove sfide della tecnologia e gestione dei rischi nella proposta di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale: set di training, algoritmi e profilazione dei dati. Rilievi critici*, in *Il diritto dell'economia*, 2022, p. 109

circostante (ivi comprese le altre intelligenze). Dunque, lo sviluppo dell'intelligenza artificiale va necessariamente di pari passo con quello dell'economia dei *Big Data* e con applicazioni particolari come la *Internet of Things*¹¹.

La differenza fondamentale tra l'apprendimento di una IA e quella di un essere umano è dovuta, peraltro, al fatto che la prima deve partire necessariamente da un *input* dato dal secondo, che in un certo qual modo potremmo paragonare ad un atto creativo di significato quasi religioso: l'Uomo crea la macchina, la quale, peraltro, proprio per le caratteristiche conferitele nella creazione, è poi in grado di evolvere autonomamente il proprio apprendimento.

A questo punto, l'agire della IA (o meglio, il modo in cui accumula la raccolta di dati che la fa "evolvere") può essere totalmente opaco per lo stesso "creatore"¹², con accentuazione del senso di distacco tra la volontà umana e quella artificiale¹³. Tale mancanza di trasparenza nel modello di apprendimento della IA fa sì che non possa essere identificato, ad esempio, se una determinata risposta ad un problema derivi dai *bias* forniti all'atto della programmazione, ovvero sia frutto di una corretta ed oggettiva interazione con i dati. Non dimentichiamo, infatti, che la caratteristica desiderata del risultato delle risposte della IA è in generale (e con alcune rare eccezioni) proprio l'oggettività, ossia l'assenza di condizionamenti che limitino la funzionalità della risposta fornita.

Questi sia pur sommari rilievi pongono immediatamente in luce la vera criticità dell'intelligenza artificiale: gli aspetti etici connessi al suo utilizzo, specie in settori sensibili, come la regolazione o la giustizia¹⁴. Ad esempio, è stato dimostrato¹⁵ che gli

¹¹ Su quest'ultima mi permetto di rinviare a G. LEMME, *op. cit.*, pp. 121 ss.

¹² D. IACOVELLI, M. FONTANA, *op. cit.*, p. 110, ove ulteriori riferimenti; v. anche C. CASONATO, *L'intelligenza artificiale ed il diritto pubblico comparato ed europeo*, in *Dir. pubbl. comp ed eur.*, 2022, pp. 172 ss.; P. TRAVERSO, *op. cit.*, p. 164

¹³ Stigmatizza l'alienazione derivante dal rapporto uomo/algoritmo B. ROMANO, *Algoritmi al potere. Calcolo giudizio pensiero*, Torino, 2018, specie a pp. 23 ss. e p. 104

¹⁴ S. GUERRA, *L'intelligenza artificiale tra sperimentazione normative e limiti etici del mercato globale*, in *Tigor – Rivista di scienze della comunicazione e di argomentazione giuridica*, 2022, pp. 105 ss.; G. LEMME, *op. cit.*, pp. 145ss.

algoritmi di giustizia predittiva (tipica applicazione della IA in campo giudiziario) tendono ad avere una funzione conservativa, mentre in altri casi possono addirittura alimentare pregiudizi verso alcune categorie di popolazione¹⁶.

Se dunque è indubbio che l'intelligenza artificiale possa costituire – se ben gestita – una straordinaria opportunità di progresso e di semplificazione di alcune *routines* della vita umana, è altrettanto vero che non bisogna sottostimare i rischi connessi al suo utilizzo. È appena il caso di aggiungere, in proposito, che i sistemi di intelligenza artificiale si prestano ad essere usati sia per scopi criminali¹⁷, sia per favorire il mantenimento del potere da parte delle dittature (si pensi, a quest'ultimo proposito, all'utilizzo distorto dei sistemi di riconoscimento facciale). Nota giustamente parte della dottrina¹⁸ come l'intelligenza artificiale tenda fondamentalmente a sovrapporre l' "essere" al "dover essere", finendo per frustrare le spinte innovative tipiche dell'intelligenza umana, tanto da potersi potenzialmente porre, in alcune sue applicazioni, in contrasto con la nostra Carta costituzionale, la cui funzione adattiva ed evolutiva è nota.

È in questo quadro, quantomai complesso ed in continuo mutamento, che l'Unione Europea ha elaborato la proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale (AI Act).

2. Di fronte alla sfida posta dall'intelligenza artificiale, che sta pervasivamente estendendosi a svariati settori di mercato, il legislatore europeo, da sempre in prima linea nella regolazione dell'economia digitale, non poteva rimanere inerte.

¹⁵ A. CHRISTIN, A. ROSENBLAT, D. BOYD, *Courts and predictive algorithms*, in atti del convegno *Data & civil rights: A new era of policy and justice*, Washington, 27 ottobre 2015, http://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload_documents/Angele%20Christin.pdf; G. TERRACCIANO, *I.I.A. (intelligenza artificiale amministrativa) e sindacato giurisdizionale*, in *Amministrativamente*, 2022, 2.

¹⁶ F. LAGIOIA, G. SARTOR, *Il sistema compas: algoritmi, previsioni, iniquità*, in AA.VV., *XXVI lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, cit., p. 230 ss.

¹⁷ K. J. HAYWARD, M. M. MAAS, *Artificial intelligence and crime: a primer for criminologists*, in *Crime Media Culture*, 2020

¹⁸ T. E. FROSINI, *L'ordine giuridico del digitale*, in *Giur cost.*, 2023, pp. 391 ss.

È dunque stata emanata dalla Commissione la proposta di “Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale”.

La proposta, presentata il 21.4.2021, è stata rivista dal Consiglio il 25.11.2022 e quindi finalmente emendata dal Parlamento Europeo il 14.6.2023¹⁹.

Nell’esaminare il testo, che a questo punto dovrebbe essere definitivo, occorre partire da alcune considerazioni sull’impianto e la filosofia generale.

Partiamo anzitutto dalla considerazione che la fonte primaria del Regolamento è l’art. 114 Trattato FUE e dunque esso deve soddisfare una serie di obiettivi principali: sicurezza, rispetto dei diritti fondamentali, assicurazione della certezza del diritto, facilitazione dello sviluppo del mercato unico²⁰. Inoltre, si vuole con il Regolamento raggiungere un elevato livello di standardizzazione, necessario per raggiungere gli obiettivi fissati nel regolamento stesso²¹.

Lo strumento del quale il Regolamento si avvale è quello della regolazione orizzontale, ossia di un sistema di definizioni ampio e di applicazioni non indirizzate a casi specifici, ma a tutti gli ambiti possibili di applicazione della intelligenza artificiale²².

Il dato, sottolineato da tutti i commentatori, è che l’approccio del

¹⁹ Per una analisi delle modifiche introdotte nei vari passaggi, rinvio a F. FEDORCZYK, *AI legislation in flux: tracking evolving modifications of the AI Act*, in *Diritti comparati – Comparare i diritti fondamentali in Europa*, 2023

²⁰ K. YORDANOVA, *The EU AI Act – Balancing human rights and innovation through regulatory sandboxes and standardization*, 2022, https://kuleuven.limo.libis.be/discovery/search?query=any,contains,LIRIAS3708651&tab=LIRIAS&search_scope=lirias_profile&vid=32KUL_KUL:Lirias&offset=0; S. GUERRA, *op. cit.*, p. 107

²¹ M. EBERS, *Standardizing AI – The case of the European Commission’s proposal for an Artificial Intelligence Act*, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3900378>; A. TARTARO, *Regulating by standards: current progress and main challenges in the standardization of artificial intelligence in the support of the AI Act*, in *European Journal of Privacy Law and Technologies*, 2023; J. LAUX, S. WACHTER, B. MITTELSTADT, *Three pathways for standardization and ethical disclosure by default under the European Union Artificial Intelligence Act*, Oxford Internet Institute, 2023, <https://universitypress.unisob.na.it/ojs/index.php/ejpl/article/view/1792>

²² G. FINOCCHIARO, *op. cit.*, p. 1093; B. TOWNSEND, *Decoding the proposed European Union Artificial Intelligence Act*, 2021, <https://eprints.whiterose.ac.uk/178738/>

Regolamento si focalizza in particolar modo sui rischi²³. Ci focalizzeremo di seguito, pertanto, su questo aspetto; preme intanto sottolineare come l'idea sottesa a tale approccio sia comprensibile, nella misura in cui – dati per scontati i risvolti positivi della tecnologia – se ne vogliono più che altro regolare in senso repressivo gli aspetti negativi. Per fare un paragone forse azzardato, ma efficace, la velocità delle auto è presa in considerazione dal Codice della Strada per limitarla e sanzionare coloro che superino i limiti stabiliti, e non in sé.

L'altro aspetto dell'impostazione del Regolamento, per certi aspetti conseguenza di quello ora sottolineato, è il tentativo di rendere il più possibile trasparente la IA e favorire il controllo umano sui risultati²⁴. In entrambi i casi, l'evidente scopo è quello della più efficace gestione del rischio, e di evitare una eccessiva autonomizzazione della IA. È noto, infatti, che uno dei maggiori problemi insiti nella tecnologia è quello del c.d. *black box effect*, per il quale il modo in cui l'algoritmo arriva ad un determinato risultato non è percepibile all'esperienza umana²⁵. Ciò, chiaramente, ha come conseguenza l'affidamento cieco delle persone al responso algoritmico, che tuttavia potrebbe essere – già lo accennavamo – il risultato di pregiudizi.

Comprensibile, dunque, è l'intento del legislatore europeo di – parafrasando un'espressione usata per le società – *piercing the algorithmic veil*, e consentire una verifica sia *ex ante* che *ex post* del responso dell'intelligenza artificiale.

²³ D. IACOVELLI, M. FONTANA, *op. cit.*, p. 118; C. CASONATO, B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di Regolamento europeo in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw Journal – Rivista di BioDiritto*, 2021, p. 421; J. SCHUETT, *Risk management in the Artificial Intelligence Act*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2023; C. NOVELLI, F. CASOLARI, A. ROTOLO, M. TADDEO, L. FLORIDI, *Taking the AI risk seriously: a new assesment model for the AI Act*, in *AI & Society*, 2023

²⁴ C. PANIGUTTI et al, *The role of explainable AI in the conext of the AI Act*, *Proceedings of the 2023 ACM Conference on Fairness, Accountability, and Transparency*, 2023, 1144

²⁵ W. J. VAN ESCHENBACH, *Transparency and the black box problem: why we do not trust AI*, in *Philosophy and Technology*, 2021; F. PASQUALE, *The black box society: The secret algorithms that control money and information*, Cambridge-London, 2015;

3. Come si accennava, tra i punti focali e qualificanti del regolamento vi è senza dubbio l'approccio al rischio.

La struttura immaginata in proposito nel Regolamento è sostanzialmente piramidale: si distingue, infatti, tra sistemi a rischio inaccettabile, rischio alto, rischio basso, rischio minimo, con conseguenze diverse sulle prescrizioni adottate.

I punti particolarmente delicati sono soprattutto quelli volti a identificare i sistemi di IA vietati in quanto intrinsecamente pericolosi (art. 5) e regolamentare in forma specifica quelli che, pur non essendo ineluttabilmente pericolosi, possano presentare un alto profilo di rischio (art. 6).

Quanto ai primi, l'elenco è lungo e articolato. In sostanza e in sintesi, sono vietati tutti i sistemi che tendono naturalmente a discriminare tra gruppi di persone, o ad influenzarne i comportamenti in maniera pervasiva (come le tecniche subliminali). L'elenco è frutto di un compromesso²⁶, e non è immune da critiche²⁷. Vi è peraltro da notare che la versione approvata dal Parlamento è notevolmente migliorativa rispetto all'originale formulazione della Commissione. Ad esempio, le tecniche subliminali sono ora definite in maniera più chiara, usando, tra l'altro, una terminologia per certi aspetti analoga a quella rinvenibile nel Codice del Consumo in merito alle pratiche commerciali ingannevoli²⁸.

Analogamente, la proibizione delle tecniche di sfruttamento specifico di vulnerabilità appare improntata al tentativo di evitare che la IA possa indirizzarsi

²⁶ K. YORDANOVA, *op. cit.*, sottolinea come le grandi imprese, che usano algoritmi di profilazione, spingessero per un approccio più liberista, mentre le associazioni di consumatori ed in generale i gruppi a sostegno dei diritti umani avrebbero voluto restrizioni ancora più severe.

²⁷ G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *Il regolamento europeo sull'intelligenza artificiale. Analisi informatico – giuridica*, in I-Lex. Scienze Giuridiche, Scienze Cognitive e Intelligenza Artificiale, 2021; M. FRANKLIN, H. ASHTON, R. GORMAN, S. ARMSTRONG, *Missing mechanisms of manipulation in the EU AI Act*, The International FLAIRS Conference Proceedings, 2022.

²⁸ Si, veda, all'art. 5, par. 1, lett. a), il riferimento alle tecniche aventi “*lo scopo o l'effetto di distorcere materialmente il comportamento di una persona o di un gruppo di persone, pregiudicando in modo considerevole la capacità della persona di prendere una decisione informata, inducendo pertanto la persona a prendere una decisione che non avrebbe altrimenti preso, in un modo che provochi o possa provocare a tale persona, a un'altra persona o a gruppo di persone un danno significativo*”.

insidiosamente a categorie di soggetti la cui capacità di resistere alle tecniche comunicative dell'algoritmo siano in qualche modo menomate. Anche in questo caso, a fronte delle critiche dei primi commenti dottrinari²⁹ il Parlamento è intervenuto estendendo notevolmente l'ambito di applicazione. Ciò che si vuole evitare, per usare i termini della proposta, è la distorsione comportamentale, che porta le categorie vulnerabili di persone a ricevere un danno dalla manipolazione indotta dalla IA.

Gli esempi di applicazioni della IA in regimi dittatoriali hanno indotto il legislatore europeo a vietare esplicitamente applicazioni di *social scoring*, basate sull'inquadramento dei soggetti alla luce di comportamenti sociali o tratti della personalità (ad esempio, partecipazione a manifestazioni politiche). Anche in questo caso, l'intervento del Parlamento europeo ha rimosso uno dei profili di criticità prontamente evidenziati³⁰, ossia la limitazione del divieto al software usato dalle pubbliche autorità.

Infine, il Regolamento (anche su questo punto, modificato in senso garantista dal Parlamento) prevede il divieto di uso di mezzi di identificazione biometrica a distanza in tempo reale, se non in specifiche circostanze.

Per quanto, come si diceva, vi siano numerosi miglioramenti apportati dal Parlamento rispetto alla proposta originale della Commissione, ciò non ha impedito di rimuovere del tutto alcune perplessità di fondo della dottrina, in particolare sulla eccessiva vaghezza del Regolamento, che alla fine rischia di non reprimere adeguatamente pratiche di marketing *border line* che sono volte, comunque, ad influenzare i comportamenti delle persone³¹. Ad esempio, per le pratiche di neuromarketing si è scelto l'approccio della trasparenza (art. 52 del Regolamento), allo scopo di non impedire tecniche ormai collaudate e giudicate irrinunciabili dall'industria, ma che evidentemente sono fortemente distorsive dei comportamenti economici dei

²⁹ G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *op. cit.*

³⁰ *Id.*

³¹ S. ORLANDO, *Regole di immissione sul mercato e "pratiche di intelligenza artificiale" vietate nella proposta di Artificial Intelligence Act*, in *Persona e mercato*, 2022, pp. 356 ss.

soggetti.

Il risultato, paradossalmente, è che spingere all'estremo una interpretazione delle pratiche proibite ai sensi dell'art. 5 del Regolamento renderebbe automaticamente illegale qualsiasi comunicazione pubblicitaria basata sulla IA, proprio per l'attitudine di questa ad "insinuarsi" maggiormente nelle menti dei soggetti, influenzandone e distorcendone i comportamenti³². Ma, dal momento che questo non è evidentemente possibile, l'art. 5 dovrà interpretarsi in chiave restrittiva, con il rischio (è il caso di dirlo) di renderlo una norma di impatto estremamente limitato dal punto di vista pratico.

Questi rilievi critici non fanno in verità che confermare – e con questo per certi aspetti anticipo, in parte, quelle che saranno le mie considerazioni finali – come quello del legislatore europeo sia, in un certo senso, un lavoro di inseguimento della tecnologia, il cui substrato economico ne comporta l'estrema elusività rispetto alle possibilità di compiuto inquadramento regolatorio. In altri termini, risulta arduo circoscrivere gli aspetti resi palesemente inaccettabili dalla loro pervasività e dannosità, da quelli che ricadono in pur sofisticate e sottilmente manipolatorie tecniche avanzate di comunicazione pubblicitaria. Per fare un esempio tratto da quest'ultima: c'è davvero una differenza sostanziale tra la pubblicità subliminale in senso stretto (vietata) e le tecniche di *product placement*, come l'inserimento, all'interno di un film o di una serie TV, di un prodotto il cui marchio sia chiaramente visibile?

4. Inquadrate così i sistemi di intelligenza artificiale il cui uso è proibito, il Regolamento, come anticipavo, prende in esame, questa volta allo scopo di regolarne e limitarne l'uso, i sistemi ad alto rischio.

La definizione del sistema ad alto rischio, piuttosto articolata, è contenuta

³² *Id.*, pp. 359 ss.. Lo stesso A., a p. 363, suggerisce di inserire tutti i sistemi di neuromarketing basato su AI tra quelli "ad alto rischio", di cui appresso diremo.

all'art. 6 del Regolamento, e prende in considerazione due fattispecie fondamentali: anzitutto, il fatto che un sistema sia soggetto a valutazione di conformità *ex ante* in quanto presenti criticità e rischi per la salute e la sicurezza (quest'ultimo requisito è stato introdotto dal Parlamento); secondariamente, il fatto che il sistema rientri in settori critici individuati all'Allegato III al Regolamento.

Anche in questo caso, ove si esaminino le fattispecie elencate nell'Allegato III, il quadro che emerge rischia di essere frammentario e poco efficace³³, anche se la modificabilità dell'elenco di cui all'Allegato III, demandata in via autonoma alla Commissione (art. 7) presenta una maggior possibilità di adeguamento continuo della normativa³⁴. Tuttavia, come sottolineato³⁵ rispetto al modello seguito per un approccio *risk based*, ossia il GDPR, l'attribuzione al legislatore, e non al gestore, di stabilire le regole di *compliance* introduce inevitabili meccanismi di rigidità, incompatibili con la rapida evoluzione del quadro tecnologico.

Se un sistema di IA è classificato ad alto rischio, il gestore dovrà mantenere costantemente in essere un sistema articolato di gestione dei rischi (artt. 9 ss. del Regolamento). La complessità di tale sistema ha portato giustamente a concludere³⁶ che il Regolamento rischia di avere effetti di contrazione dei corretti meccanismi concorrenziali in un settore così strategico, in quanto solo le imprese di grandi dimensioni potranno sostenere gli oneri, economici e non, dei requisiti imposti dalla normativa.

Nei sistemi ad alto rischio deve essere inoltre garantita la trasparenza del funzionamento, intesa come *"funzionamento...sufficientemente trasparente da consentire agli utenti di interpretare l'output del sistema e utilizzarlo adeguatamente"*. Mi sembra – e non sono il solo a rilevare questo aspetto³⁷ - che

³³ G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *op. cit.*

³⁴ C. CASONATO, B. MARCHETTI, *op. cit.*, pp. 424 ss.

³⁵ G. FINOCCHIARO, *op. cit.*, pp. 1095 ss.

³⁶ *Id.*, pp. 1096 ss.

³⁷ G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *op. cit.*

l'illusione di una trasparenza dell'*output* sia per l'appunto tale, considerato che solo un ristretto margine di professionisti sono presumibilmente in grado di comprendere adeguatamente i processi decisionali della IA.

Il fatto che il Parlamento, nel modificare l'art. 13 del Regolamento, abbia esplicitamente spiegato come i dati debbano essere comprensibili ai "*fornitori e utenti*", risolve il problema solo in parte; così come non mi appare decisiva la spiegazione, sempre introdotta dal Parlamento, su cosa debba intendersi per "trasparenza"³⁸. Infatti, si presuppone comunque che l'utente abbia una tale conoscenza del sistema di IA, da spiegare le decisioni adottate da quest'ultima. In altri termini, si trascura del tutto la non completa eliminabilità del *black box effect* di cui abbiamo già trattato, e si aderisce alla illusione che l'utente medio sia in grado di comprendere i processi di formazione della "volontà" della IA³⁹. Viceversa, i processi informatici, di per sé, sono sempre opachi per l'utente medio non professionale⁴⁰, il che, come si accennava, rischia di rendere del tutto teorico e di fatto inutilizzabile (se non in ambiti e casi estremamente ristretti) il ricorso al principio di trasparenza immaginato dal Regolamento.

Non a migliori risultati, a mio avviso, giungono le norme sulla sorveglianza umana, contenute nell'art. 14 del Regolamento per i sistemi ad alto rischio. Come giustamente notato⁴¹ lo scopo della IA è di sostituire efficacemente l'uomo in una

³⁸ "per trasparenza si intende pertanto che, al momento dell'immissione sul mercato del sistema di IA ad alto rischio, sono utilizzati tutti i mezzi tecnici disponibili conformemente allo stato dell'arte generalmente riconosciuto per garantire che l'output del sistema di IA sia interpretabile dal fornitore e dall'utente. L'utente è in grado di comprendere e utilizzare adeguatamente il sistema di IA avendo una conoscenza generale del funzionamento del sistema di IA e dei dati trattati, il che gli consente di spiegare le decisioni adottate dal sistema di IA alla persona interessata" (art. 13, par. 1)

³⁹ Ho qualche dubbio che a risolvere tale problema sia sufficiente una mera comprensione della "logica di fondo" del funzionamento della IA, come auspicato da A. SIMONCINI, *L'algoritmo incostituzionale: intelligenza artificiale e il futuro delle libertà*, in *BioLaw Journal – Rivista di BioDiritto*, 2019, p. 76 e C. CASONATO, B. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 427.

⁴⁰ P. ZUDDAS, *Brevi note sulla trasparenza algoritmica*, in *Amm. in cammino*, 2020, p. 11; R. COVELLI, *Lavoro e intelligenza artificiale: dalla trasparenza alla conoscibilità*, in *Labour & Law Issues*, 2023, pp. 93 ss.

⁴¹ A. D. SELBST, *Negligence and AI's human users*, in *Boston University Law Review*, 2020, p. 1315; G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *op. cit.*

serie di compiti che, da solo, avrebbe difficoltà a svolgere; appare dunque utopistico immaginare che, in tali azioni, l'uomo possa sostituire la macchina, o anche solo arrestarla tempestivamente (art. 14, par. 4, lett. e))⁴².

Anche sotto questo profilo, dunque, il Regolamento sembra presentare evidenti punti di debolezza. È facile immaginare che non potrà attuarsi efficacemente una sorveglianza continua della IA per ogni giorno e per ogni ora, specie, ancora una volta, per le PMI e le start-up, destinate pertanto ad essere nuovamente marginalizzate nella gestione dei sistemi ad alto rischio. D'altro canto, anche nei casi in cui la sorveglianza possa essere realizzata, è difficile che l'intervento umano possa essere efficace e tempestivo nel prevenire i rischi⁴³.

Va peraltro segnalata l'opinione⁴⁴ (non del tutto priva di fondamento) di quanti sostengono che alcuni sistemi ad alto rischio, interferendo con i diritti fondamentali dell'individuo, dovrebbero essere ricompresi tra quelli vietati. Sotto questo profilo, il Regolamento sembra effettivamente frutto di un compromesso con i creatori e gestori di IA artificiale, cui si sono voluti concedere margini ampi per continuare ad

⁴² Significativamente, il Parlamento ha a tal proposito aggiunto che l'arresto può avvenire “*tranne se l'interferenza umana aumenta i rischi o è suscettibile di incidere negativamente sulle prestazioni in considerazione dello stato dell'arte generalmente riconosciuto*”.

⁴³ Più ottimista appare, al riguardo, C. CASONATO, *op. cit.*, pp. 176 ss., il quale ritiene che l'art. 14 sia caratterizzato da sufficiente realismo, ma deve poi riconoscere che difficilmente la persona fisica incaricata della sorveglianza del sistema di IA possieda competenze e “coraggio” necessari ad interferire con il funzionamento di questa, se non in casi estremi.

Sotto un profilo ancora più pregnante, M. FASAN, *I principi costituzionali nella disciplina dell'intelligenza artificiale. Nuove prospettive interpretative*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2022, pp. 197 ss., fa assurgere il principio di sorveglianza umana alla stregua di cardine costituzionale: “*la sorveglianza della persona umana diventa, quindi, una garanzia costituzionale, affinché l'applicazione di questa tecnologia non si traduca in una violazione dei diritti e delle libertà che lo Stato costituzionale di diritto attribuisce agli esseri umani nella loro dimensione individuale e collettiva*”. Anche l'Autrice si pone, però, il problema della effettività e dell'efficacia dell'intervento umano, in relazione alla concreta comprensibilità del meccanismo di azione della IA (e, dunque, della permanenza del *black box effect*).

Sulle interazioni tra intelligenza umana ed artificiale v. anche N. RANGONE, *Intelligenza artificiale e intelligenza umana a supporto di una buona amministrazione*, in *AA.VV., Governance of/through Big Data*, a c. G. Resta, V. Zeno-Zencovich, Roma, 2023, pp. 159 ss.

⁴⁴ N. SMUHA *et al.*, *How can the EU achieve legally trustworthy AI: a response to the Commission's proposal for an Artificial Intelligence Act*, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3899991

operare i loro sistemi.

5. Nella struttura piramidale che, come abbiamo visto, caratterizza il Regolamento, la massima attenzione è rivolta ai sistemi a rischio inaccettabile ed alto. Molto minor spazio, comprensibilmente, è stato dedicato ai sistemi a rischio medio e a rischio minimo, per i quali le previsioni sono estremamente limitate.

In sostanza, per quanto riguarda i primi, ci si limita a prescrivere che le persone fisiche che interagiscano con la IA ne siano consapevoli; che, cioè, siano messe in grado di sapere che non hanno di fronte un interlocutore umano. Questo, in particolare, per il c.d. *deepfake*, ossia, per usare l'espressione contenuta nelle modifiche approvate dal Parlamento, "*testi o contenuti audio o visivi che potrebbero apparire falsamente autentici o veritieri e che rappresentano persone che sembrano dire cose che non hanno detto o compiere atti che non hanno commesso*".

È proprio il realismo del *deepfake*, assieme alla attitudine a potersi prestare alla diffusione di false notizie, ad aver suggerito che, pur non essendo a stretto rigore un sistema ad alto rischio, vi sia l'esigenza di renderne trasparente la natura.

Meno problematica appare la fattispecie dei *chatbots*, essendo in questo caso spesso molto evidente la loro natura artificiale; mentre, nel caso della terza categoria presa in considerazione dall'art. 52 del Regolamento (sistemi di riconoscimento delle emozioni) questi appaiono certamente più neutrali, non essendo volti alla identificazione degli individui⁴⁵.

Per quanto riguarda i sistemi a minimo rischio, il Regolamento (che non li definisce, se non per sottrazione (*sistemi di IA diversi dai sistemi di IA ad altro rischio*, art. 69) si limita a prevedere l'adesione volontaria degli operatori a codici di condotta. L'approccio minimale è giustificato dall'impatto limitatissimo, se non nullo, di questi

⁴⁵ G. CONTISSA, F. GALLI, F. GODANO, G. SARTOR, *op. cit.*; sui dati biometrici, in generale, v. D. IACOVELLI, M. FONTANA, *op. cit.*, pp. 130 ss.

sistemi (essenzialmente, filtri antispam e videogiochi⁴⁶)

6. Il titolo di questo saggio pone una domanda; è questo, dunque, il momento di darvi risposta.

Tuttavia, tale risposta non può essere univoca. Dobbiamo, infatti, porci il problema se la proposta di Regolamento abbia tentato di risolvere un problema la cui soluzione era necessaria (in altri termini, fosse a propria volta necessaria la regolazione sul tema) e se le norme siano adeguate nel contenuto.

Sul primo punto, penso che non si possa che rispondere affermativamente. È stato giustamente notato, prima ancora che la proposta venisse formulata, che *“la mancanza totale di regole può aprire la strada a pesanti conflitti tra innovazione ed altri valori tutelati”*⁴⁷. Effettivamente, se nessuno può dubitare che l’innovazione tecnologica vada incoraggiata, in quanto chiave essenziale per l’attuale modello di sviluppo, è altrettanto vero che la tecnologia pone numerosi rischi, che minacciano i diritti fondamentali dell’individuo⁴⁸ e pongono in discussione lo stesso fondamento del diritto come lo conosciamo⁴⁹.

L’Unione Europea, che aspira ad un ruolo centrale nella regolamentazione delle tecnologie (ruolo che, sul piano dell’innovazione normativa, certamente ha raggiunto) non poteva astenersi dal dettare regole per quella che potrebbe essere, per certi aspetti, la più innovativa ma anche la più pervasiva e “rivoluzionaria” delle tecnologie.

Venendo però al merito delle regole, non sfuggirà certamente a chi ha letto le pagine che precedono come l’approccio scelto (di cui ho voluto trattare solo

⁴⁶ L. EDWARDS, *The EU AI Act: a summary of its significance and scope*, 2022, <https://www.adalovelaceinstitute.org/wp-content/uploads/2022/04/Expert-explainer-The-EU-AI-Act-11-April-2022.pdf>

⁴⁷ L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in AA.VV., *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, a c. L. Ammannati, A. Canepa, G.L. Greco, U. Minneci, Torino, 2021, pp. 13 ss.

⁴⁸ G. GUIGLIA, *L’Intelligenza artificiale e la tutela dei diritti umani nella prospettiva del diritto europeo*, in AA.VV., *Diritto costituzionale e nuove tecnologie*, a c. G. Ferri, Napoli, 2022, pp. 267 ss.

⁴⁹ G. LEMME, *La transizione giuridica*, cit., pp. 205 ss.

l'elemento a mio avviso più qualificante, ossia la gestione del rischio) sia colmo di criticità, che ho cercato di mettere in evidenza caso per caso, ma che in generale riguardano tre aspetti.

Anzitutto, l'innovazione tecnologica nel campo della IA creerà presumibilmente sistemi sempre più complessi ed invasivi, per i quali anche i meccanismi di adeguamento del Regolamento, pur apparentemente snelli, rischiano di risultare inadeguati. Si può creare, in altri termini, uno iato temporale nel quale sistemi ad alto rischio o addirittura da vietare non siano specificamente regolamentati, e possano pertanto essere lecitamente adottati.

Il secondo aspetto è quello relativo al rischio che il Regolamento, ponendo regole di sorveglianza molto stringenti, escluda dal mercato tutti i soggetti (PMI, start-up) non in grado di sostenere i requisiti previsti da tali regole.

Infine, la stessa classificazione dei sistemi di IA tra vietati, ad alto rischio, a rischio medio desta alcuni dubbi, rischiando di essere in alcuni casi eccessivamente "tollerante" verso algoritmi particolarmente critici.

Come sempre, non rimarrà che vedere il Regolamento alla prova dei fatti, per fare un bilancio, questa volta più accurato, sul suo impatto e sulla sua attitudine a tutelare i diritti individuali, senza al contempo chiudere la porta a tecnologie il cui scopo ultimo dovrebbe essere, almeno teoricamente, quello di migliorare la qualità della vita umana.

Giuliano Lemme

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università di Modena e Reggio Emilia*

ATTIVITÀ BANCARIA E PROCESSI DI TRANSIZIONE *

(Banking activities and transition processes)

ABSTRACT: *Il contributo esplora il ruolo che la banca svolge nell'attuale contesto economico e sociale. Lo studio trae spunto dal rinnovato paradigma dell'attività, ispirata alla c.d. banca universale, operante grazie a un nuovo modello d'impresa, sostenibile, inclusivo e fondato sul progresso tecnologico. Una nuova veste adeguatamente supportata dal corpus normativo eurounitario che ha regolato aspetti significativi dell'organizzazione, dei servizi e del rapporto contrattuale con la clientela. La politica del diritto (bancario) si avvale dunque del rilevante apporto della digitalizzazione e si traduce nell'offerta di prodotti aderenti alle istanze della transizione ecologica, dell'inclusione sociale, territoriale e di genere. Il nuovo operatore bancario si inserisce in una visuale regolatoria mirante alla stabilità sistemica, in cui i legislatori esaltino la responsabilità sociale dell'impresa bancaria, in una prospettiva di mercato antitetica all'approccio neo-liberalista.*

The contribution explores the role that banks play in the current economic and social context. The study draws inspiration from the renewed paradigm of banking activity, inspired by the so-called universal bank, operating through a new business model that is sustainable, inclusive, and based on technological progress. This new approach is adequately supported by the European regulatory framework that has regulated significant aspects of organization, services, and contractual relationships with clients. The policy of (banking) law thus leverages the significant contribution of digitization, translating into the provision of products aligned with the demands of ecological transition, social inclusion, and gender and territorial equality. The new banking operator aligns with a regulatory perspective aimed at systemic stability, wherein

* Contributo approvato dai revisori.

legislators emphasize the social responsibility of banking enterprises, in contrast to the neo-liberalist market approach.

SOMMARIO: 1. Le funzioni tradizionali dell'attività bancaria: profili di sintesi; - 2. I processi di trasformazione dell'attività delle banche; - 3. Il quadro normative europeo: premessa; - 3.1. Segue. Strumenti di indirizzo normativo e transizione al digitale; - 3.2. Segue. La regolazione ESG; - 4. Il ruolo delle banche nell'ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e del *Next Generation Program*; - 5. Attività d'impresa bancaria e modalità di intervento; - 6. Segue. Gli impatti sui processi organizzativi e di *governance*; - 7. Efficienza del mercato e modelli bancari; - 8. Interrogativi senza risposta.

1. Che la banca rappresenti un'istituzione fondamentale per rispondere a bisogni fondamentali della collettività è, nell'oggi, constatazione ampiamente acquisita. L'attività di trasferimento di risorse tra soggetti con fabbisogni finanziari contrapposti costituisce, infatti, uno dei fattori principali dell'equilibrio economico. In questa prospettiva, da un lato, il finanziamento bancario assicura adeguato capitale all'attività di impresa e pone così le basi per lo sviluppo del mercato; l'attività di raccolta, d'altra parte, «sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma» (art. 11 tub), afferisce direttamente al risparmio, incoraggiato e tutelato in tutte le sue forme dalla Repubblica (art. 47 Cost.).

Se restringiamo il discorso al campo che appartiene al giurista, un dato normativo di immediata evidenza delinea la disciplina di base – o, se si preferisce, «identificativa» – dell'attività bancaria. È infatti nel prisma dell'art. 10 del Testo Unico Bancario che vengono a prendere forma il contorno e il contenuto della natura giuridica dell'attività della banca nei termini professionali d'impresa.

In effetti, la formulazione normativa codifica sul piano giuridico i tratti essenziali delle funzioni economiche dell'attività bancaria¹. Rimanendo sulla

¹ I lessemi utilizzati dal legislatore sono estranei alla grammatica contrattuale e, più in generale, al patrimonio linguistico del giurista. Si parla di “raccolta”, di “risparmio”, di “esercizio del credito”.

superficie, la disposizione si limita a tratteggiare il processo di produzione e trasformazione “industriale” operato dall’impresa-banca. Che consiste, nel suo schema di base, nel prendere a credito dal pubblico masse monetarie risparmiate e trasformarle in prodotti finiti da distribuire alla clientela.

Questo primo dato elementare, di per sé, porta l’attenzione a quelle che sono le funzioni «tradizionali» dell’attività bancaria. Nella prospettiva appena delineata, il ruolo della banca risulta essenziale per almeno due ordini di ragioni. In primo luogo, perché trasforma i rischi finanziari, riducendo il rischio cui sarebbero esposti i creditori (risparmiatori) se erogassero direttamente credito ai debitori. In particolare, vengono qui a rilevare la solvibilità dell’impresa bancaria e la sua organizzazione, che si riflette sulla capacità di valutazione del merito creditizio dei debitori² (: funzione di riduzione dei costi transattivi). In secondo luogo, perché converte depositi a breve termine in finanziamenti a più lunga scadenza. La clientela esprime una netta preferenza per la liquidità, mantenendo i fondi di cassa in depositi in conto corrente³. Sennonché, l’attività di raccolta sistematica nei confronti del pubblico, nel rispetto delle riserve di accantonamento, consente alle banche di erogare risorse finanziarie stabili e trasformare, con una certa libertà, la composizione della scadenza della

Termini che non hanno un preciso significato tecnico, né veicolano categorie concettuali della costruzione giuridica. Né le formule utilizzate dal legislatore europeo supportano l’interprete. L’art. 9 della CRDIV si limita infatti a stabilire che: “Gli Stati membri vietano alle persone o imprese che non sono enti creditizi di effettuare l’attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico”. P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, I, 2012, Torino, 125 ss.; Cfr. anche F. SARTORI, *Attività di finanziamento e contratti di cessione dei crediti fiscali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022, II, 205.

² Come la valutazione del merito creditizio costituisca espressione dell’adeguatezza organizzativa e, al contempo, strumento centrale per il mantenimento della solidità patrimoniale, è ben espresso a R. SANTAGATA, *La concessione abusiva del credito al consumo*, Torino, 2020, 53-54. Ancor più incisiva, sotto l’aspetto del collegamento funzionale tra valutazione del merito creditizio e attività d’impresa, pare la posizione di A. A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell’accesso al servizio. La prospettiva del contratto d’impresa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2023, I, in part. 315-316.

³ Circostanza, questa, che è stata particolarmente enfatizzata nel contesto dell’emergenza pandemica, cfr. A. A. DOLMETTA-L. S. LENTINI, *Le «eccedenze» di liquidità sui conti correnti. On the dark side of the moon*, il Caso.it blog https://blog.ilcaso.it/news_1083/31-03-21/Le_%C2%ABeccedenze% C2%BB_di_liquidita_sui_conti_correnti_On_the_dark_side_of_the_moon.

raccolta e degli impieghi (: funzione di trasformazione delle scadenze)⁴.

La preferenza della clientela alla liquidità ci conduce a un'altra funzione svolta dall'impresa bancaria, pure essenziale per rispondere ai bisogni attuali dei cittadini. Il riferimento corre, in particolare, all'attività di prestazione di servizi di pagamento e liquidità. Si tratta di un meccanismo intimamente connesso alla natura del debito bancario, la cui restituzione al valore nominale può essere chiesta dal depositante "a vista". Ne consegue che siffatto debito viene utilizzato come "moneta" nelle transazioni economiche attraverso gli strumenti di pagamento (: funzione monetaria)⁵.

Le funzioni di trasformazione delle scadenze e quella monetaria consentono di comprendere un ulteriore processo dell'impresa bancaria: il meccanismo della "moltiplicazione dei depositi", che porta alla creazione di nuova moneta bancaria ("scritturale") attraverso, appunto, la concessione di finanziamenti e il conseguente aumento dei depositi. Nel proprio telaio essenziale, il meccanismo è piuttosto intuitivo e si spiega alla luce dell'istituto della c.d. riserva obbligatoria, calcolata a partire dalle passività di bilancio. Le banche sono obbligate a detenere "a riserva" solo una determinata percentuale dei propri passivi. E ciò al fine specifico di far fronte alle richieste di restituzione del danaro depositato. Del resto, la fiducia nella solidità del sistema e l'esigenza di utilizzare i depositi come moneta nelle transazioni

⁴ Nel sistema attuale, venuta meno la separazione tra banche che svolgono attività a breve (raccolta a vista ed erogazione a revoca) e a medio-lungo termine (raccolta con prestiti obbligazionari ed erogazione a termine oltre i 18 mesi), la sostenibilità del processo di trasformazione – sia sul piano del rischio di liquidità, sia su quello reddituale (diminuzione del margine di interesse unitario) – è il risultato di una capillare regolamentazione di coordinamento tra le due attività.

⁵ Il fenomeno è complesso e si lega ai diversi strumenti che la tecnica ha elaborato nel corso degli anni. Si pensi all'assegno bancario con cui il correntista delega la banca a pagare a un terzo una somma di danaro, ovvero all'assegno circolare emesso dalla banca per somme già depositate al momento dell'emissione. Si pensi, ancora, al bonifico, cioè un ordine dato dal cliente di trasferire una certa somma, con addebito sul conto, a un soggetto terzo, ovvero al c.d. addebito diretto utilizzato per il pagamento delle utenze. Sempre in questa direzione assumono rilievo le carte di pagamento (carte di debito, di credito o prepagate) utilizzate comunemente nelle transazioni economiche, ovvero gli strumenti diffusi con le nuove tecnologie informatiche (e-payments, m-payments).

economiche escludono, almeno in astratto, che un numero elevato di depositanti chieda contemporaneamente la restituzione del danaro. Fenomeno, quello del *bank run*, che si verifica solo in contesti di gravissima crisi finanziaria. Ne deriva che, in un quadro di ordinata gestione, il differenziale tra passivi e riserve può essere impiegato negli attivi, che a loro volta saranno utilizzati come strumenti di pagamento, con ulteriore incremento dei passivi e contestualmente degli attivi, e così via.

Beninteso: le diverse funzioni appena sinteticamente delineate – e così il processo di creazione di nuova moneta – possono essere realizzate esclusivamente nell’ambito dell’esercizio di un’attività di impresa, svolta sistematicamente e professionalmente fra i soggetti che offrono risparmio e quelli che lo domandano. Non solo i meccanismi appena descritti hanno valore se le diverse istituzioni operano in un contesto di stretto legame, di vasi comunicanti, fino a costituire un vero e proprio sistema che garantisca il corretto funzionamento dell’economia di mercato.

2. Per propria natura, il tema della «identificazione» dell’attività bancaria – e così delle sue funzioni connotanti – si presterebbe a tutt’altra trattazione. Nondimeno, nella prospettiva delle presenti note, è sufficiente osservare che la fase attuale della vita economica e sociale ha favorito la tendenza del sistema bancario a superare i confini, un tempo invalicabili, dell’attività tradizionale testé descritta. Il punto di osservazione non è nuovo.

Che non vi sia una necessaria sovrapposizione tra la dimensione del soggetto e quella dell’attività è ormai dato scontato. La banca universale non esercita in prevalenza, almeno non necessariamente, l’attività bancaria. Si pensi alle banche c.d. d’affari che orientano la loro attività nel settore finanziario, sottoscrivendo capitale di rischio delle imprese in vista di una successiva dismissione, o fornendo consulenza strategica nel processo di emissione e distribuzione di strumenti finanziari, ecc. Si pensi ancora alle c.d. *challenger banks* che, pur dotate di “licenza”, raccolgono

risparmio ed erogano servizi bancari a forte trazione tecnologica senza concedere finanziamenti.

Sempre nel segno di questa tendenza di cambiamento, la rete distributiva delle “*old banks*” (gli “sportelli”) crea occasioni di contatto col pubblico e consente di promuovere l’erogazione di servizi “commerciali” idonei a favorire l’attività esercitata in via principale e, talvolta, ricercare quella redditività rimasta frustrata per lunghi anni dal basso costo del danaro.

Se guardiamo ai tempi attuali possiamo rilevare il profondo cambiamento dell’attività legato alla digitalizzazione. Non solo perché l’adozione di tecnologie avanzate ha permesso alle banche di offrire servizi *online*, riducendo i costi operativi e migliorandone l’efficienza, ma anche in quanto il fenomeno ha favorito la costituzione di vere e proprie banche che operano *online* e offrono servizi esclusivamente attraverso piattaforme digitali⁶.

Processi come pagamenti, incassi e gestione della liquidità sono stati automatizzati, permettendo alla clientela di risparmiare tempo e risorse. Alcune banche hanno creato *hub* o laboratori di innovazione per sviluppare nuove soluzioni in collaborazione con imprese e *startup*. Le interazioni con *startup Fintech* hanno portato all’introduzione di nuovi prodotti e servizi come piattaforme di investimento *robo-advisor*, piattaforme per il *crowdfunding*, soluzioni di pagamento *peer-to-peer*, ecc. Viepiù la evoluta capacità di analisi dei dati ha consentito alle banche di offrire prodotti e servizi su misura per le specifiche esigenze della clientela. L’uso di *big data* e analisi avanzate permette alle banche di valutare la solvibilità delle imprese con maggior precisione, spesso accelerando i tempi di approvazione dei finanziamenti⁷.

⁶ L’incidenza delle nuove tecnologie sulla dimensione soggettiva si è anche registrata sulle banche tradizionali, che con l’aumento dell’uso dei canali digitali hanno ridotto drasticamente il numero delle filiali fisiche.

⁷ In questo senso, l’utilizzo e l’elaborazione dei dati, attraverso sistemi di calcolo algoritmico, rappresenta uno strumento senza dubbio efficiente – benché non esente da criticità operative – rivolto a una più puntuale e immediata concessione del credito. Ovviamente il problema che si pone è come debba intervenire il legislatore su queste nuove modalità del fare impresa. In proposito, anche per

Da questo grande angolo, lo stesso rapporto tra banca e impresa ha subito profondi cambiamenti. L'impresa non è più considerata una controparte negoziale, un soggetto al quale erogare finanziamenti o dal quale ricevere provvista, ma un *partner* strategico con cui instaurare una relazione più profonda e orientata a creare valore aggiunto per entrambe le parti nella prospettiva della crescita, dell'innovazione e della sostenibilità a lungo termine.

La banca, allo stesso tempo, non è più un'entità economica, ma anche un soggetto sociale chiamato dal mercato come istituzione ad operare in modo etico e responsabile. Del resto, inclusione finanziaria, sostegno alle comunità locali, promozione di pratiche sostenibili sono solo alcuni degli obiettivi indicati dal legislatore europeo.

Questo tema si presterebbe ai più arditi voli pindarici; tuttavia, l'attuale stato dell'arte ci impone di prendere la direzione pragmatica, quella cioè che guarda al diritto positivo e, così, alle diverse serie normative emanate dal legislatore europeo.

3. Sul fronte regolatorio – nel senso del grande alveo degli strumenti di indirizzo normativo delle azioni delle imprese bancarie verso soluzioni digitali e “sostenibili”, cioè – si sono registrati numerosi interventi a livello europeo nella prospettiva di gestire i rischi e le opportunità della nuova epoca. Temi, peraltro, al centro del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e del *Next Generation Program*.

quanto attiene al *Fintech*, si segnala L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, da ultimo in *Algoritmi Big data, piattaforme digitali*, a cura di L. AMMANNATI, A. CANEPA, G.L. GRECO, U. MINNECI, Torino, 2021; ID, *Regolare o non regolare, ovvero l'economia digitale fra Scilla e Carridi*, in *I servizi pubblici: vecchi problemi e nuove regole*, a cura di L. AMMANNATI, R. CAFARI PANICO, Torino, 2019. Sul tema del *credit scoring* algoritmico nella concessione del credito si vedano, senza pretesa di esaustività, F. MATTASOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un social credit system?*, Milano, 2018, in part. 93-123; G. L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra artificial intelligence act e testo unico bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, III, 74 ss.; L. AMMANNATI, G.L. GRECO *Il credit scoring alla prova dell'intelligenza artificiale*, in *XVI lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, in U. Ruffolo (a cura di), Torino, 2021. 373-386 M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Rivista di diritto bancario*, 2023, I, 175 ss.

Di ciò si è occupata a lungo la dottrina con particolare riguardo alle opportunità, alle modalità e alle tempistiche di intervento. Tra i primi due approcci registrati (: “*wait and see*” ovvero “*same business, same risk, same rules*”) sembra aver prevalso una terza strategia, nel segno dell’emanazione di regole nuove (“*new functionality, new rules*”)⁸. Ed è proprio a guardare da questa prospettiva che si possono soppesare i numerosi interventi che hanno interessato l’industria bancaria e contribuito a riscrivere le regole in chiave digitale e sostenibile.

3.1. Sulla sponda della transizione al digitale, la Commissione europea, sollecitata dalle autorità di settore, ha dato avvio alla definizione di un quadro normativo armonizzato e fortemente innovativo.

La vastità delle aree interessate sconsiglia, in questa sede, di procedere a una compiuta illustrazione, di tipo panoramico, di tutti gli interventi normativi. È invece sufficiente, ai nostri fini, limitarsi a ricordare solo alcune delle riforme più significative che riflettono le profonde trasformazioni che la tecnologia ha applicato all’attività bancaria e finanziaria.

Tra queste, risulta particolarmente significativo il Regolamento UE n. 2022/2254 (anche noto come Regolamento DORA o, semplicemente, DORA), che ha introdotto un corpo analitico di norme uniformi in materia di sicurezza ICT per tutti gli operatori finanziari. Del resto, la sicurezza informatica rappresenta l’elemento principale delle infrastrutture e dei servizi bancari e, per l’effetto, il motore del nuovo ecosistema in termini di innovazione e concorrenza⁹. La riforma si muove su più fronti

⁸ Si veda M. AMSTAD, *Regulating FinTech: Objectives, Principles, and Practises*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, 2019, 8.

⁹ D. CLAUSMAIER, *Regulation of the European Parliament and the Council on Digital Operational Resilience for the Financial Sector (DORA)*, in *International Cybersecurity Law Review*, 2023, IV, 80.; S. KOURMPETIS, *Management of ICT Third Party Risk Under the Digital Operational Resilience Act*. In: BÖFFEL, L., SCHÜRGER, J. (eds) *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union. EBI Studies in Banking and Capital Markets Law*. Palgrave Macmillan, Cham, 2023, reperibile al sito https://doi-org.ezp.biblio.unitn.it/10.1007/978-3-031-17077-5_7; G.SIANI, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed Ledger technology* –

che incidono sia sull'esercizio dell'attività sia sull'organizzazione e la *governance*. Per rimanere a livello di esemplificativo, nell'ambito dell'attività si dovrà: (i) adottare un piano analitico della gestione dei rischi informatici con l'indicazione dei requisiti in ogni fase del ciclo di vita (visione *end-to-end* dei processi), con la definizione di un *ICT Risk Management Framework* e di una strategia di resilienza in materia di *business continuity* e *disaster recovery*; (ii) procedere alla classificazione delle minacce informatiche alla luce delle criticità dei servizi, della natura e complessità delle operazioni e del numero dei clienti; (iii) assicurare un processo di monitoraggio, registrazione e segnalazione alle autorità competenti degli incidenti informatici; (iv) effettuare, seguendo un approccio *risk-based* un test di resilienza operativa digitale; (v) governare, anche per il tramite di appositi regolamenti negoziali, i rischi informatici derivanti da terzi, ecc.

A guardare poi il secondo fronte, quello della *governance* e dell'organizzazione interna, l'organo di gestione è incaricato direttamente di approvare e applicare l'intero *set* regolamentare sia con riguardo agli standard di sicurezza informatica sia all'adattamento delle relative politiche di controllo. Dovrà così definire chiaramente ruoli e responsabilità di tutte le funzioni connesse e allocare in maniera adeguata le risorse finanziarie per investimenti e formazione in ambito ICT; viene poi affidato a uno specifico organo di controllo indipendente, anche mediante esternalizzazione della funzione, la responsabilità della gestione e dei rischi ICT.

Pure importante è ricordare il Regolamento UE n. 2023/1114 relativo ai

DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema., Intervento alla conferenza "I profili penalistici dei *cryptoassets* tra diritto sostanziale e processuale" 3 maggio 2022, 4.; F. CAPRIGLIONE, *Le crypto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022 spec. 254 ss.; V. LEMMA, *Quali controlli per le valute virtuali* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022 52-82; E. KUN, *From Operational Risk to Systemic Risk: The EU's Digital Operational Resilience Act for Financial Services (DORA) (2021)*, reperibile al sito <https://www.law.kuleuven.be/citip/blog/from-operational-risk-to-systemic-risk/> last access 06/01/2024. koiiiiZwsaq.

mercati delle *crypto-asset* (c.d. Regolamento MICA o, semplicemente, MICAR)¹⁰. La regolamentazione della finanza digitale, che per lungo tempo è stata esposta ai rischi da “*far west*” normativo, costituisce un momento rivoluzionario nell’industria delle crypto-attività che accompagnerà le imprese bancarie nel mercato della finanza digitale¹¹. Ciò non stupisce in quanto banche e imprese di investimento tendono a non operare in contesti privi di un quadro regolamentare chiaro che impedisca una corretta gestione dei rischi. MICAR stabilisce, per converso, requisiti uniformi per l’offerta al pubblico e l’ammissione alla negoziazione su piattaforme di crypto-attività, nonché stringenti obblighi per i prestatori di servizi. La regolamentazione, nei suoi tratti essenziali, si orienta verso presidi di trasparenza e informazione al mercato, autorizzazione e supervisione delle transazioni. Da altro angolo visuale, schiude il mercato alle imprese di investimento e agli enti creditizi che possono prestare servizi per le crypto-attività equivalenti ai servizi e alle attività di investimento, servizi di custodia e amministrazione di crypto-attività per conto dei clienti equivalenti al relativo servizio accessorio, nonché gestire una piattaforma di negoziazione di crypto-attività equivalente alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione e alla

¹⁰ *Sul piano del perimetro applicativo, l’art. 3, 1.5 definisce le crypto-attività come “una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga”. In altri termini, vengono attratti gli “utility token”, i “token collegati ad attività”, “token di moneta elettronica”, così come quelli ibridi. Sono invece escluse, senza pretesa di completezza, le crypto-attività qualificabili come strumenti finanziari, depositi (anche strutturati), fondi non qualificabili come token di moneta elettronica, prodotti assicurativi o contratti di riassicurazione e retrocessione, i prodotti pensionistici. (cfr. art. 2.4.), nonché i Non-Fungible-Token, e i token completamente decentralizzati. Cfr. F. ANNUNZIATA, *An overview of the markets in crypto-assets regulation (MiCAR)*, in *EBI Working Papers Series*, n. 158, 11.12.2023. Non tutti gli autori hanno accolto con favore la netta separazione tra crypto-assets regolati dal MiCAR e strumenti finanziari. In questi termini si è segnalato il pericolo di avvantaggiare l’uno o l’altro mercato: in particolare E.D. MARTINO, *Comparative Cryptocurrencies and Stablecoins Regulation: A Framework for a Functional Comparative Analysis*, disponibile a <https://ssrn.com/abstract=4500090>). Sempre sul rapporto tra MICAR e altri plessi dell’ordinamento, e sul perché la disciplina specifica delle crypto-attività si sia resa necessaria, si veda F. CAPRIGLIONE, *Le crypto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, cit. spec. 247 ss.*

¹¹ Come si legge nel considerando n.6, “[u]n quadro chiaro dovrebbe consentire ai prestatori di servizi per le crypto-attività di espandere la loro attività su base transfrontaliera e facilitarne l’accesso ai servizi bancari (...)”. Si veda anche G. SIANI, *op.cit.*, 5 ss.).

gestione di un sistema organizzato di negoziazione, e così via, per lo scambio di crypto-attività (ie negoziazione per conto proprio), esecuzione di ordini, collocamento, consulenza, gestioni, ecc.¹².

Servizi e attività che sono soggetti a un corpo di regole che – come si vede – ricalcano, per più profili, quelli previsti dalla MiFID II¹³. E infatti, secondo la stessa impostazione strutturale, da un lato si collocano norme di portata generale che si estendono a tutti i servizi e alle attività prestate¹⁴, dall'altro specifiche regole di comportamento applicabili ai singoli servizi e attività di riferimento¹⁵.

Con riguardo alle regole generali vengono introdotti, fra l'altro, l'obbligo di agire in modo onesto, corretto e professionale nel migliore interesse dei clienti, specifici doveri informativi anche con riguardo ai rischi associati alle operazioni e ai principali impatti negativi sul clima e sull'ambiente, particolari requisiti prudenziali e dispostivi di *governance*, una puntuta disciplina in tema di conflitto di interessi, procedure per il trattamento rapido dei reclami ai clienti, ecc.

Con riferimento alle regole di secondo livello, l'approccio analitico riproduce,

¹² Cfr. più nel dettaglio l'art. 60 "Prestazione di servizi per le crypto-attività da parte di talune entità finanziarie".

¹³ Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; spec. 14 ss e; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?* in *European company and financial law review*, 2023. 243; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, 2020 (aggiornato 2023). European Banking Institute Working Paper Series No. 2020/77, University of Luxembourg Law Working Paper Series No. 2020-018, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/059, disponibile a SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3725395> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3725395>. La dottrina ha osservato come MiCAR, per più profili, abbia ripreso acriticamente profili di disciplina normativa già collaudati nei mercati regolamentati tradizionali secondo la del tecnica del "copy and paste". Nondimeno rimane, come tratto distintivo, l'allontanamento dalla tradizionale disciplina per soggetti, a favore di una normativa legata alle specificità del *fintech* e al supporto tecnologico utilizzato (F. ANNUNZIATA, *op.cit.*, 17; riconosce la tendenza nel Pacchetto sulla finanza digitale M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, 119-135). Sempre sulla tecnica normativa adottata si vedano F. BASSAN, *Digital Platforms and Blockchains: The Age of Participatory Regulation*, in *European Business Law Review*, 2023, II, 1103-1132.

¹⁴ Cfr. Titolo V, Capo 2, Obblighi per tutti i prestatori di servizi per le crypto-attività, artt. 66 e ss.

¹⁵ Cfr. Titolo V, Capo 3, Obblighi relativi a servizi per le crypto-attività specifici, artt. 75 e ss.

mutatis mutandis, le specifiche disposizioni previste per il “catalogo” dei servizi e attività di investimento: *best execution*, obblighi informativi e di adeguatezza nell’ambito del servizio di consulenza e gestione di portafogli, ecc¹⁶.

Senza scendere nel dettaglio della normativa, va però evidenziato che con MiCAR si apre un nuovo capitolo della regolazione finanziaria che riflette la spinta che la tecnologia, in primo luogo *Blockchain* e *Distributed Ledger*, ha apportato ai mercati finanziari¹⁷.

Almeno un cenno va pure riservato al Regolamento UE n. 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding*. Si tratta di un ulteriore tassello normativo che conferma il profondo cambiamento in atto nei mercati finanziari¹⁸. Tale strumento, che si basa sull’utilizzo della tecnologia, consente ai gestori di piattaforme *on line* di favorire l’incontro tra domanda e offerta: tra chi cioè ha necessità di raccogliere capitale in vista dello sviluppo di un progetto (solitamente attivato da *start up* innovative) e chi, dall’altra, ha disponibilità di fondi da investire nella prospettiva di un rendimento futuro.

Il modello di per sé disintermedia sia il mercato bancario sia quello finanziario¹⁹: il *lending-based crowdfunding* (anche noto come *peer-to-peer lending* o *social lending*) prevede, infatti, la raccolta di denaro da parte dei promotori di un progetto mediante contratti di finanziamento o la sottoscrizione di titoli di debito emessi dalle imprese (c.d. *investment-based crowdfunding*); l’*equity crowdfunding* consente, invece, ai promotori del progetto di raccogliere direttamente capitale di rischio coinvolgendo gli investitori nel progetto imprenditoriale e nel rischio

¹⁶ Manca invece, inaspettatamente, un regime in tema di appropriatezza.

¹⁷ Sui vantaggi che queste nuove tecnologie hanno apportato nei mercati finanziari, una volta regolate secondo la disciplina MiCAR, si vedano i contributi di D. ZETZSCHE, J. WOHXOLTH, *The DLT sandbox under the Pilot-Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, II, 214-217; P. MAUME, F. KESPER, *The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets*, in *European Company Law*, 2023, VI, 118-126; F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *EBI Working Papers Series*, n. 158, 11.12.2023.

¹⁸ L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali*, cit., 15.

¹⁹ Il punto è ben colto e adeguatamente approfondito da F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’ economia*, 2023, II, 120 ss.

d'impresa.

La riforma si pone l'obiettivo di raccogliere i vantaggi della diversificazione delle modalità di raccolta dei capitali e di fonti alternative di finanziamento, senza però abbassare il livello di tutela degli investitori. In questa prospettiva, anche al fine di evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare e garantire l'effettiva vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, vengono introdotti requisiti uniformi per la prestazione dei servizi, l'organizzazione e i presidi prudenziali, l'autorizzazione e la vigilanza dei *provider*, regole di comportamento orientate ad assicurare il miglior interesse della clientela, ecc.

Sebbene questa nuova operatività di raccolta di capitali sia concepita come alternativa al canale tradizionale, l'industria bancaria ne ha colto le opportunità soprattutto con riferimento all'*equity crowdfunding*: da una parte attraverso la gestione diretta di portali, dall'altra come imprese di investimento coinvolte dai gestori terzi per operazioni che superano le c.d. soglie di esenzione. Resta poi il fatto, in ogni caso, che le banche svolgono un ruolo essenziale per la gestione dei conti correnti riservati alle imprese che promuovono la raccolta di capitale di rischio sul mercato mediante portale *on-line*. Conti che coinvolgono anche i gestori del portale al fine di assicurare un flusso informativo adeguato durante il periodo dell'offerta. L'apertura del conto vincolato è, inoltre, necessaria per garantire la separazione patrimoniale tra la provvista raccolta per il perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte e lo stesso patrimonio del gestore.

Nella prospettiva di un operare etico e responsabile, alcune imprese bancarie hanno anche utilizzato le strutture di *crowdfunding* per raccogliere fondi, mediante donazioni o prestiti, in vista della realizzazione di progetti in ambito di inclusione sociale, salute, sostegno allo sviluppo e contrasto alla povertà, tutela delle risorse naturali e sviluppo del lavoro nelle comunità depresse. Aspetto questo di particolare rilievo nella misura in cui mette in luce l'intimo legame tra innovazioni tecnologiche e

politiche di inclusione e sostenibilità.

Ora, per i fini concreti che qui interessano, si può agevolmente vedere, già dai pochi dati normativi richiamati, come la transizione digitale giochi un ruolo strategico nello sviluppo e nella trasformazione del sistema finanziario.

Per il rilievo che il fenomeno è venuto ad assumere, il piano d'azione europeo per le tecnologie finanziarie, già a partire dal 2018, ha disegnato una strategia finalizzata a governare il processo di cambiamento attraverso una ridefinizione del quadro normativo e di vigilanza. Nel contesto tracciato, le banche diventano soggetti strategici nella realizzazione della transizione digitale: non solo perché la loro vasta rete di clientela, infrastrutture e risorse costituisce la leva determinante per l'adozione strutturale delle nuove tecnologie e la promozione dell'alfabetizzazione digitale tra i consumatori e le imprese; ma anche l'affidamento delle nuove competenze a soggetti istituzionali garantisce che l'evoluzione digitale avvenga nel rispetto dei principi giuridici fondamentali, quali la sicurezza delle transazioni, la protezione dei dati personali e la prevenzione di fenomeni illeciti. Lo stretto rapporto con le autorità di vigilanza è poi cruciale per assicurare che il quadro normativo sia costantemente aggiornato e risponda efficacemente alle sfide poste dalle innovazioni tecnologiche.

3.2. Anche sull'altra sponda – quella orientata a favorire un modello di sviluppo economico sostenibile che consideri e includa i fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale (c.d. fattori *ESG: Environmental, Social and Governance*) – il sistema finanziario ha assunto un ruolo di vettore privilegiato per la canalizzazione degli investimenti e finanziamenti verso imprese impegnate al raggiungimento di tali obiettivi. In particolare, con il c.d. Piano d' Azione per finanziare la crescita sostenibile, presentato dalla Commissione europea nel marzo 2018, l'Unione Europea si è candidata come *“guida mondiale nella*

transizione verso uno sviluppo sostenibile”²⁰. Sul fronte normativo, si registrano numerosi interventi finalizzati a incentivare gli intermediari bancari e finanziari a riadattare i propri modelli di servizio²¹ con l’obiettivo di intercettare le opportunità di

²⁰ Cfr. la *Comunicazione della Commissione Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, Commissione Europea, 8 marzo 2018.

²¹ Si riscontra in particolare la circolazione di prodotti sostenibili; senza desiderio di esaustività, si ricordano prodotti attinenti alla intermediazione bancaria classica, e in particolare *green* e *social loans*, e *sustainable linked loans*, mentre nell’ambito dell’intermediazione finanziaria il riferimento è ai *bonds*, con caratteristiche simili, *green*, *social*, *sustainable*, e *sustainable linked*). Per un approfondimento specifico sul tema si vedano le *guidelines* di ICMA e LMA: <https://www.icma.group.org> e <https://www.lma.eu.com/>. In dottrina, cfr. D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari: i green bonds* in *Il Nuovo diritto delle società*, 2023, 861-878; V. BEVIVINO, *L’attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni* in *Rivista Trimestrale di diritto dell’economia*, 2022, 489, M. LOUMIOTI, G. SERAFEIM., *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans* (November 28, 2022) consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=4287295>; E. GUADALUPI, *I mutui diventano sostenibili*, in www.dirittobancario.it, 6 settembre 2021; D. LENZI, *La finanza di impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impresa società*, 2021, I, 115-156; A. CARRISI *Il ruolo degli strumenti finanziari ESG nella transizione ecosostenibile dell’economia*, in *Contratto e impresa. Europa*, 2022, I, 363-390; M.C. QUIRICI, *The Increasing Importance of Green Bonds as Instruments of Impact Investing: Towards a New European Standardisation*, in M. LA TORRE, H. CHIAPPINI, (eds.) *Contemporary Issues in Sustainable Finance. Palgrave Studies in Impact Finance*, Cham, 2020 consultabile sul sito <https://doi.org/10.1007/978-3-030-40248>.

In modo più ampio, però, l’adattamento sul lato dell’offerta deriva anche dalle necessità di gestione del rischio, connesso ai fattori ESG, a cui gli intermediari stessi sono esposti (V. BEVIVINO, *op. cit.*, 489). Infatti gli intermediari nel momento in cui operano nel mercato finanziario subiscono un rischio di perdita finanziaria legata all’impatto di fattori ambientali sociali e di governance (ESG) sulla propria attività e su quella delle proprie controparti. Sul punto R. LENER, P. LUCANTONI., *Sostenibilità esg e attività bancaria*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2023, I, 5-21; V. BEVIVINO, *L’attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell’economia*, 2022, II, 484- 516; J.H. BINDER, *Prudential requirements framework and sustainability*, in *European Banking Institute Working Paper Series* 2022, n. 131, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4276702> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4276702>; M. DE SÁ; *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union* in P. CÂMARA AND F. MORAIS (eds.), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, 2022, 375 ss.; F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 2022, I, 185-201. Le concrete modalità di integrazione dei rischi ESG nei pilastri di Basilea III sono al momento oggetto di studio da parte dell’Autorità Bancaria Europea. Dopo aver aggiornato nel 2020 gli Orientamenti in tema di concessione e di monitoraggio prestiti, con cui ha chiesto agli intermediari finanziari di collocare i rischi ESG tra i fattori di rischio funzionali all’organizzazione dei processi produttivi, di formazione del personale e comunicazioni al mercato, l’ABE ha provveduto a pubblicare due Report: EBA/REP/2023/34 su come rischi ambientali e sociali possano essere integrati nel primo pilastro sfruttando le categorie già esistenti; ed EBA/REP/2021/18 su come debba essere modificata la disciplina esistente per favorire la considerazione dei rischi ESG nelle valutazioni delle Autorità di vigilanza nel corso del SREP. Infine, ha pubblicato, seppure ancora

business derivanti dal crescente interesse degli investitori sui fattori ESG²² e contribuire con un impatto sociale positivo alla ripresa post-covid.

In questa prospettiva, il 27 novembre 2019, il Parlamento e il Consiglio dell'UE hanno adottato il Regolamento 2019/2088 “sulle informative in materia di sostenibilità in ambito finanziario” (c.d. SFDR)²³, con il quale sono state introdotte regole armonizzate europee su come i partecipanti ai mercati finanziari²⁴ e i consulenti finanziari²⁵ debbano integrare i rischi e le opportunità ambientali, sociali e di *governance* nei loro processi decisionali: sia a livello di policy interne (*entity level*)

allo stato di bozza, *implementing technical standards* aventi ad oggetto gli obblighi di *disclosure* sull'esposizione a rischi ESG.

²² C. ECONOMIDOU, D. GOUNOPOULOS, D. KONSTANTIOS, E.D. TSIRITAKIS, *Is Sustainability Rating Material to the Market?* in. *Financial Management*, 2022, reperibile al sito <https://ssrn.com/abstract=3965134>. Sulle scelte di investimento dei post-millennials e in particolare sugli studi che ritengono più probabile che le loro scelte di investimento ricadano su prodotti sostenibili v. M COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Rivista delle Società*, 2021, I, 1253- 1286.

²³ Successivamente in data 6 aprile 2022, è stato emanato dalla Commissione il Regolamento delegato (UE) n. 2022/1288, che integra il Regolamento SFDR con le nuove norme tecniche di regolazione (RTS). In particolare, gli RTS specificano: i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo»; il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità; nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche.

²⁴ Cfr. art 2 par. 1 punto 1 del reg. SFDR: 1) «partecipante ai mercati finanziari»: a) un'impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP); b) un'impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio; c) un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP); d) un creatore di un prodotto pensionistico; e) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA); f) un fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP); g) un gestore di un fondo per il venture capital qualificato registrato conformemente all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 345/2013; h) un gestore di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale registrato conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 346/2013; i) una società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM); oppure j) un ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio. Ne deriva che l'applicazione del regolamento alla banca è condizionata e limitata alla misura in cui partecipa delle suddette attività (Cfr tra gli altri M.DE SA, *op.cit.*; 384).

²⁵ Cfr. art 2 par. 1, punto 11, reg. SFDR «consulente finanziario»: a) un intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; b) un'impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; c) un ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti; d) un'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti; e) un GEFIA che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 4, lettera b), punto i), della direttiva 2011/61/UE; oppure f) una società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 3, lettera b), punto i), della direttiva 2009/65/CE;

sia a livello di *disclosure* nelle decisioni di investimento (*product level*).

Il Regolamento SFDR ha l'obiettivo di incrementare la trasparenza riguardo le caratteristiche di sostenibilità all'interno dei mercati finanziari e di creare standard comuni per la rendicontazione e la divulgazione di informazioni nella prospettiva di fornire maggiore trasparenza agli investitori per una scelta più consapevole dei prodotti finanziari secondo logiche ESG²⁶.

I numerosi obblighi informativi afferiscono specificamente ai rischi di sostenibilità, ovvero gli eventi o le condizioni di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, qualora si verificassero potrebbero provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento²⁷.

Le serie normative virano, senza pretese di completezza, verso doveri di trasparenza: (i) delle politiche relative all'integrazione dei rischi di sostenibilità negli investimenti o nelle proprie consulenze per investimenti da integrare nei siti *web* (art. 3); (ii) sugli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto mediante l'informazione sui principali effetti avversi derivanti dalle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità (art. 4); (iii) delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità (art. 5); (iv) dell'integrazione dei rischi di sostenibilità mediante un'informativa precontrattuale di come i rischi di sostenibilità sono integrati nelle decisioni di investimento e dei risultati delle valutazioni dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari (art. 6); (v) della promozione delle caratteristiche ambientali e sociali sui siti web mediante pubblicazione sul proprio sito delle informazioni sui metodi utilizzati per la

²⁶ Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento 2019/2088 : “Il presente regolamento mira a ridurre l'asimmetria delle informazioni nelle relazioni principale-agente riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari a effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali (principali)”.

²⁷ Il tema è affrontato anche in L. AMMANATI, A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, 136-167.

valutazione, il monitoraggio e la misurazione delle caratteristiche di sostenibilità (art. 10), ecc. L'aumento dei presidi di *disclosure* e l'introduzione di standard tecnici dovrebbero comportare positivi effetti, in primo luogo, in termini di contrasto al fenomeno del *greenwashing* dei prodotti offerti sul mercato (*i.e.* presentazione in modo inesatto agli investitori del reale profilo di sostenibilità di un determinato prodotto finanziario)²⁸; in secondo luogo, dovrebbero consentire agli investitori di confrontare più agevolmente i prodotti finanziari in base al grado di rilevanza dei fattori ESG all'interno del processo decisionale di investimento (: comparazione e incremento della concorrenza *green* sul mercato)²⁹.

Un cenno va fatto anche al Regolamento UE 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia) che detta una disciplina specifica con l'ambizione di introdurre una

²⁸ Sul tema del *greenwashing*, si ricorda: A. DUMITRESCU, J. GIL-BAZO, F. ZHOU, *Defining Greenwashing* (May 2, 2022), disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4098411>; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il "greenwashing" alla prova del rischio di condotta*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, II, 222-276; L. AMMANNATI, A. CANEPA, *op.cit.*, 160 ss, A. LAS CASAS *Mercati finanziari e transizione ecologica: il modello dei "green bonds"*, in *Comparazione e diritto civile*, 2022, 823-843; A. DAVOLA *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 513-534.; D. LENZI, *op.cit.*, spec 135 ss e 152 e A. CARRISI, *op.cit.*, con rif. a *green* e *social bonds*. Il tema è stato affrontato anche dall'EBA nel *Report on greenwashing monitoring and supervision* (EBA/REP/2023/16), ove si ritrova anche una più generale definizione "a practice whereby sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants". Si segnala in questa prospettiva la tutela offerta dalle norme del codice civile e del consumo: A. TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, II, 353-367. Sul primo precedente italiano del Tribunale di Gorizia, 26 Novembre 2021, con cui il giudice, ha inibito l'utilizzo di un *disclaimer* pubblicitario, ché (apparentemente) ingannevolmente, cfr. F. URBANI, *La prima pronuncia in materia di contrasto al greenwashing: correttezza informativa e lealtà della concorrenza fra imprese*, in *Rivista delle società*, 2022, 663 ss.

²⁹ Quanto alla classificazione, i prodotti finanziari sono attualmente suddivisi in tre categorie differenziate in funzione del livello di sostenibilità a cui ambiscono: a) prodotti *pale green*, ossia i prodotti finanziari che non promuovono caratteristiche ambientali o sociali e che non hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 6 SFDR); b) prodotti *light green*, ossia i prodotti finanziari che promuovono, tra altre, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di esse, e che possono includere investimenti sostenibili, a condizione che le imprese target rispettino prassi di buon governo societario (art. 8 SFDR); c) prodotti *dark green*, ossia i prodotti finanziari che si pongono come obiettivo investimenti sostenibili in raffronto ad un indice selezionato come indice di riferimento, ad es. indici di transizione climatica o allineati con l'Accordo di Parigi (art. 9 SFDR).

grammatica comune per la definizione della sostenibilità e di definire specifici indicatori di *performance*³⁰. Del resto, la mancanza di un sistema di classificazione comune dei prodotti di investimento sostenibili costituisce un ostacolo significativo nel percorso di elaborazione delle riforme UE. Da questo angolo visuale, il Regolamento Tassonomia stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi sostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. In particolare, detta un elenco completo dei c.d. obiettivi ambientali e, con riferimento ai prodotti finanziari, prevede che le informazioni pubblicate ai sensi dell'SFDR siano integrate con quelle relative all'Obiettivo Ambientale a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario, con una descrizione quali-quantitativa di come gli investimenti siano riconducibili ad attività economiche considerate ecosostenibili³¹. Novità importanti si registrano, infine, in materia di valutazione degli elementi di sostenibilità tra le preferenze della clientela sui fattori ESG, nonché nella valorizzazione degli stessi elementi nei processi di *product governance*. In séguito all'emanazione del Regolamento delegato UE n. 2021/1253 – nel quadro normativo di attuazione della MiFID II – le imprese di investimento che prestano servizi di consulenza e di gestione di portafogli devono prendere in considerazione le questioni legate alla sostenibilità in ogni loro ambito di attività e, in

³⁰ Cfr. art. 1 Regolamento UE 2020/852: “*Il presente regolamento stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento*”. In effetti il *Taxonomy* risulta molto avanzato nell'individuazione dei criteri di sostenibilità ambientale, che risultano più restrittivi degli standards internazionali. Poco rilievo viene invece attribuito alla dimensione sociale e di *governance*, che per converso trova maggiore attenzione negli standards. Cfr. D.A. ZETZSCHE, M. BODELLINI, R. CONSIGLIO, *The EU Sustainable Finance Framework in Light of International Standards*, 2021, disponibile al sito <https://ssrn.com/abstract>. Si vedano anche C. GORTSOS, D. KYRIAZIS, *The Taxonomy Regulation and its Implementation* (Second fully updated edition, 2023), in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2023, n.136, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4381950>.

³¹ Il 9 dicembre 2021 è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 con cui sono stati definiti i criteri di vaglio tecnico che permettono di determinare a quali condizioni un'attività economica possa considerarsi attività ecosostenibile in relazione a 2 dei 6 obiettivi ambientali perseguiti dall'Unione Europea, ovvero se: (i) contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o (ii) contribuisce in modo sostanziale all'adattamento ai cambiamenti climatici e, in ogni caso, (iii) non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale o sociale (secondo il principio c.d. DNSH “*do no significant harm*”).

particolare: (i) nella raccolta delle preferenze di sostenibilità della clientela; (ii) nell'aggiornamento dei modelli di valutazione di adeguatezza e di profilatura del rischio associato a ciascun cliente, prevedendo controlli aggiuntivi volti a verificare la corrispondenza tra le preferenze di sostenibilità raccolte e i prodotti raccomandati; (iii) nella più puntuale definizione del catalogo degli strumenti finanziari proposti alla clientela, con particolare riguardo a quei prodotti finanziari – variamente – connotati da caratteristiche ESG.

Le novità sono di tale rilievo che la stessa nozione di “preferenze di sostenibilità” entra a far parte della valutazione di adeguatezza da parte degli intermediari, al fianco dei tradizionali ambiti di indagine, costituiti, dalla “conoscenza”, “esperienza”, “situazione finanziaria” ed “obiettivi di investimento” della clientela che accede ai servizi di consulenza e/o di gestione di portafogli³².

La breve ricognizione appena svolta non considera tante altre sponde interessate dal fenomeno ESG, quali, a titolo esemplificativo, la valorizzazione degli elementi di sostenibilità nei processi di *product governance* ovvero l'impatto dei fattori ESG sulla disciplina del conflitto di interessi e sulle procedure organizzative interne. Nondimeno, la stessa pare sufficiente per rappresentare la strategia normativa che si annida dietro il fenomeno, orientata a integrare i “tre fattori” nelle decisioni di investimento e nella gestione dei rischi, così da promuovere uno sviluppo sostenibile e responsabile.

Nel contesto dato, le imprese bancarie svolgono un ruolo fondamentale sia nella direzione di indirizzare i capitali e proteggere gli investitori da pratiche ingannevoli o difetti di trasparenza, sia di finanziare progetti sostenibili attraverso

³² Cfr. F. E. MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: linking the client's sustainability preferences and the MiFID II suitability obligation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, IV, 482; M. E. SALERNO, *Integrating Sustainability in the MiFID II Package-Based Regulation: Effects on Financial Intermediaries' Accountability and Potential Conflicts Between Regulatory Objectives*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. RAMOS MUNOZ, A. SMOLENSKA (eds.), Cham, 2023, spec. 189 ss.

l'offerta di prodotti e servizi specificamente progettati per supportare iniziative ambientali, sociali e di *governance*.

4. La prospettiva appena tracciata si incentra, dunque, sul nuovo ruolo che la banca è venuta ad assumere nei tempi attuali. Col che non si intende certo minimizzare il rilievo delle funzioni tradizionali dell'attività bancaria, posto che queste in effetti non sono per nulla in discussione. Ma si intende, invece, evidenziare che la banca come istituzione e, più in generale, il sistema bancario si vestono di particolari connotazioni se si concentra lo sguardo sulle tappe fondamentali del percorso che ha portato all'attuale contesto normativo. Connotazioni che riflettono la nuova concezione del mercato nel segno della ripresa economica e sociale post-pandemica, in una direzione che muove verso priorità condivise quali la transizione ecologica, la digitalizzazione (innovazione), la competitività, la formazione ed inclusione sociale, territoriale e di genere³³.

Il mercato bancario, come istituzione dotata di regolarità e accettazione sociale, è immerso nella comunità in cui opera, ne riflette i valori e l'organizzazione. Di qui la progressiva emanazione di una regolazione finanziaria orientata a governare un modello di sviluppo economico sostenibile secondo una lunga marcia che rispecchia, più in generale, l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici.

L'impresa bancaria è chiamata, insomma, a interpretare questo ruolo nuovo e contribuire a stimolare una ripresa sostenibile, inclusiva ed equa. Di per sé la conclusione appare enfatica. Se andiamo però a guardare le politiche e i numeri del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e del *Next Generation Program* possiamo restituirne concretezza e cogliere il contributo reale che la banca viene ad assumere nella realizzazione delle priorità dell'agenda dell'Unione europea. Agenda, come

³³ Per una visuale d'insieme sulla specifica traiettoria perseguita dal legislatore bancario europeo in questo senso, si leggano le pagine di M. DE SÁ, *op.cit.*, 375 ss.

noto, che definisce un piano di ripresa post-pandemico con l'obiettivo di rendere le economie e le società europee più sostenibili, resilienti e attrezzate nel governo dei processi di transizione.

Su questo fronte, si muove il PNRR che scolpisce le aree strutturali di intervento quali, a titolo esemplificativo, la digitalizzazione e innovazione, la competitività, l'istruzione, la ricerca, l'inclusione e la coesione. In un contesto di potenziamento del bilancio di lungo termine dell'Unione Europea per 750 miliardi di euro e stanziamenti per il nostro Paese dal valore complessivo superiore ai 200 miliardi di euro.

In un simile contesto, la banca, come ganglio del tessuto economico-finanziario, è chiamata a svolgere un ruolo, in sé oggettivamente molto delicato, di cinghia di trasmissione, intercettando e trasferendo alle imprese e alla comunità il danaro stanziato per gli obiettivi dati.

5. Una volta tracciato il perimetro dell'intervento, si può passare alle attività che del medesimo vengono interessate. In proposito, il raggio di azione si presenta a geometrie variabili a seconda degli interventi chiave nelle diverse componenti³⁴. Nell'orizzonte delineato a livello di attività di impresa, le possibili modalità di intervento non sono poche. Scendendo verso indicazioni di ordine più strutturale, così da fornire un quadro d'insieme, il sistema bancario assume un ruolo strategico (almeno) in due direzioni complementari.

La prima presuppone l'offerta sul mercato di prodotti e servizi rispetto ai quali devono venire ad estrinsecarsi appieno gli obiettivi e gli indirizzi di politica del diritto richiamati. Nella sua materialità la casistica può dirsi pressoché infinita: dai prodotti di credito *ad hoc* alle imprese *green* calibrati sulle specifiche esigenze dei sovvenuti,

³⁴ Così, si intendono la transizione ecologica, la digitalizzazione e innovazione, la competitività, la crescita culturale e turistica, l'istruzione e la ricerca, le diverse politiche di inclusione sociale e di sostegno di genere, nonché sviluppo territoriale.

al supporto finanziario mediante canali alternativi come i *minibond* e il *crowdfunding*; dal sostegno finanziario alle imprese a trazione femminile, ai prodotti innovativi legati al ciclo produttivo o ai progetti di ricerca e sviluppo, così come orientati ad agevolare i piani *green* in collaborazione con la pubblica amministrazione (si pensi a quelli legati alla mobilità zero emissioni); dai prodotti connessi all'efficientamento energetico delle imprese, alla tutela dei territori e delle risorse idriche, a quelli offerti a condizioni più vantaggiose alle imprese che si impegnano a raggiungere determinati obiettivi di sostenibilità, ecc.

La seconda linea di sviluppo del modo di «fare banca» volge sulle modalità e i termini del tutto innovativi con cui viene effettuata l'attività di assistenza e consulenza strategica alla clientela. La direzione seguita è quella di trasformare la banca da semplice fornitore di servizi finanziari a vero e proprio partner strategico della clientela. In questa visuale, la banca non si limita a erogare prestiti o gestire transazioni, ma offre soluzioni personalizzate, analisi di mercato, consigli sulla gestione del rischio e supporto nelle decisioni di investimento. Questo cambio di paradigma richiede una profonda conoscenza del settore di riferimento, una maggiore prossimità e un impegno costante nella costruzione di relazioni di lungo termine basate sulla fiducia e sulla collaborazione reciproca.

Anche su questo fronte le modalità di intervento non si prestano ad una ricostruzione tassativa. Per rimanere a livello di esemplificativo, l'attività può spaziare dalla consulenza strategica per valutare insieme all'impresa la profittabilità dell'investimento o le modalità di ottenimento di fondi, al supporto nella gestione dei pagamenti digitali; dai servizi bancari ad impatto sociale volti ad influenzare positivamente le persone e il territorio grazie al supporto (finanziario, formativo, consulenziale) delle imprese che generano un *Social Impact* vantaggioso e misurabile, all'erogazione di borse di studio e prestiti d'onore per gli studenti ad alto potenziale o la definizione di protocolli di intesa con università e centri di ricerca; dal sostegno

tecnologico alle pubbliche amministrazioni, alla consulenza nella gestione dei piani di intervento territoriale al fine di canalizzare sovvenzioni pubbliche, ecc.

6. Il filo del discorso sin qui complessivamente svolto conduce a ritenere che sono proprio le attività richiamate ad esprimere la reale capacità della banca di (continuare a) svolgere con successo un ruolo centrale nell'attuale contesto finanziario.

La trasformazione digitale e l'evoluzione del mercato nella direzione tracciata non solo hanno sollecitato le imprese bancarie a ridefinire le modalità di svolgimento dell'attività tradizionale, bensì a offrire una gamma di attività del tutto innovative. Al riguardo, va osservato che queste «nuove» attività non sono funzionali (almeno non necessariamente) all'esercizio di quelle identificative, né si pongono rispetto ad esse in termini di subordinazione economica. A ben considerare, infatti, esse, in via autonoma, si rivolgono al mercato e rappresentano una naturale evoluzione dell'attività delle banche.

Attività che si viene ad integrare rispetto all'organizzazione imprenditoriale. Da questo angolo visuale, non è sufficiente l'utilizzo della dotazione organizzativa di mezzi e personale già disponibile alla banca (sportelli, sistemi informatici, misure di sicurezza, lavoratori dipendenti, etc.), ché l'esercizio di tali nuove attività ha profonde ripercussioni sull'organizzazione interna e comporta l'assunzione di rischi non sempre omogenei rispetto a quelli tipici dell'impresa bancaria. In altri termini, l'evoluzione del contesto ESG e digitale richiede nuove competenze e risorse, un riorientamento strategico, una ristrutturazione organizzativa, l'integrazione di nuove metriche nella gestione del rischio, investimenti significativi in tecnologia e struttura³⁵.

³⁵ Per rimanere sulla superficie dei cambiamenti, le banche hanno costituito nuovi ruoli e dipartimenti specializzati. I processi di evoluzione che caratterizzano il settore richiedono una formazione continua del personale, sia in termini di competenze tecniche che di *soft skills*. L'adozione di nuove tecnologie richiede investimenti senza precedenti in infrastrutture IT, sicurezza informatica, ricerca e sviluppo, e così via.

Del resto, a me pare, queste constatazioni trovano conferma nei cambiamenti di tessuto giuridico dell'ordinamento bancario.

Per lungo tempo, l'attenzione dei regolatori si è concentrata sui presidi prudenziali. Una volta centrato l'obiettivo, la direzione intrapresa volge sul fronte dell'organizzazione, della *governance* dell'impresa bancaria. In effetti, le nuove serie normative in tema di ESG mirano proprio a integrare i "fattori" e i "rischi" di sostenibilità nell'ambito dei processi organizzativi interni. A livello di impianto generale, si è visto nei paragrafi precedenti, anche i Regolamenti in chiave digitale incidono profondamente sull'organizzazione e la *governance* della banca.

Il successo di questa prospettiva è peraltro legato alla capacità di promuovere un profondo cambiamento culturale e di valori all'interno della struttura e, allo stesso tempo, una politica di "*stakeholder engagement*" che consideri le diverse aspettative della comunità finanziaria sia interna che esterna all'organizzazione (dipendenti, clienti, fornitori, investitori, regolatori, comunità locali e organizzazioni non governative).

Data questa prospettiva, non stupisce che il successo dell'impresa o del gruppo bancario del futuro si giocherà su questo terreno.

7. Sul telaio generale che si è riassunto nel paragrafo precedente si inserisce il rilievo che la dimensione del mercato (locale e globale) viene ad assumere nel successo della nuova attività bancaria.

Un saggio insegnamento osserva che solo una banca capace di valorizzare il territorio in cui opera, nel senso di sostenere il tessuto del sistema produttivo e così la crescita sociale e culturale di una determinata comunità, contribuisce allo sviluppo virtuoso del sistema finanziario.

Questa opinione viene però ad infrangersi con l'identificazione del mercato come non

luogo, che trova epilogo nella realtà del mercato finanziario globale, privo cioè di una localizzazione fisica. Questa tendenza, favorita da un processo massivo di finanziarizzazione dell'economia, ha investito negli ultimi lustri anche (e soprattutto) il sistema bancario.

Il tema è complessissimo e ci conduce verso il dibattito sul ruolo e l'efficacia delle banche territoriali di piccole e medie dimensioni rispetto alle grandi banche universali. Dibattito, come noto, che per lungo tempo è stato caratterizzato da una contrapposizione radicale, quasi ideologica³⁶. La complessità del tema sconsiglia in

³⁶Tanto autori italiani quanto stranieri si sono occupati del tema. Cfr., senza pretese di completezza, F. CAPRIGLIONE *Concentrazioni bancarie e logica di mercato in Banca borsa e titoli di credito*, 2008 III; M. ONADO *La disciplina legislativa delle dimensioni bancarie in Il risparmio*, 1971, V, 758-817. In particolare, gli interventi più recenti si sono concentrati sull'applicazione del principio di proporzionalità nella regolamentazione delle banche di piccole dimensioni. In questo senso cfr. M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara... Dalla riforma italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2021, 127-146; R. MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione Europea: le sfide del Coronavirus e di Basilea IV*, Roma, 2020. A. DOMBRET, *Heading towards a "small banking box" - which business model needs what kind of regulation?*, Presentation at the Bavarian Savings Bank conference, 29 giugno 2017. Riprendono il tema della proporzionalità, con specifico riferimento alla gestione della crisi M. SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, II, 74-91; F. CAPRIGLIONE, *Profili di attenzione per un intervento normativo volto a migliorare l'attuale assetto disciplinare delle BCC*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2021, I, 496-511. Con riferimento a studi che hanno ad oggetto l'efficienza e il rendimento degli istituti di credito alla luce delle loro dimensioni e dispersione geografica si vedano E. BONACCORSI DI PATTI, F. CIOCCHETTA, *Economies of Scale Revisited*, in *Occasional Papers della Banca d'Italia. Questioni di economia e finanza*, n. 568, 26 giugno 2020; A. PETROPOULOU, V. PAPPAS, S. ONGENA, D. GOUNOPOULOS, R. FAIRCHILD, *The Efficiency of US Community Banks*, reperibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3550458; R. S. DEMSETZ, P. E. STRAHAN, *Diversification, Size, and Risk at Bank Holding Companies*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1997, III, 300-313; J.P. HUGHES, W.W. LANG, L.J. MESTER, C.G. MOON, *The dollars and sense of bank consolidation*, in *Journal of Banking & Finance*, 1999, II, 291-324; A.N., BERGER, R. DEYOUNG, *The Effects of Geographic Expansion on Bank Efficiency*, in *Journal of Financial Services Research*, 2001, XIX, 163-184; G.L. DELONG, *Sockholders gains from focusing versus diversifying bank mergers*, in *Journal of financial economics*, 2001, II, 221-251; E. BONACCORSI DI PATTI, G. ERAMO, G. GOBBI, *Piccole e grandi banche nel mercato del credito in Italia*, in *Banca Impresa Società*, 2005, II, 3-34. Nella prospettiva dell'erogazione del credito cfr. A. N. BERGER & N. H. MILLER, M.A. PETERSEN, R.G. RAJAN, J. C. STEIN, *Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago, issue May, 2002 383-400; P. SAPIENZA, *The effects of banking merging on loan contracts*, in *The Journal of Finance*, 2002, II, 329-367. In relazione agli impatti positivi sull'economia locale cfr. P. COCCORESE, S. SHAFFER, *Cooperative Banks and Local Economic Growth*. CAMA Working Paper No. 11/2018, 18/02/2018, reperibile al sito <https://ssrn.com/abstract=3125909>.

questo contesto anche solo di tracciarne le linee evolutive essenziali. Nella presente sede è sufficiente notare che entrambe le prospettive presentano punti forza e debolezza. A livello di tendenza, le grandi banche universali realizzano economie di *pooling*, offrono prodotti più competitivi, si muovono in un contesto globale con sinergie tra diversi mercati, presentano una struttura patrimoniale più solida e meno esposta alle turbolenze finanziarie. Le banche di prossimità, per contro, per le proprie caratteristiche operative-dimensionali sono più efficienti nei processi decisionali in termini di celerità dei percorsi istruttori, assicurano un più immediato dialogo nel corso dell'esecuzione del rapporto, offrono prodotti di taglio *taylor made* in linea con le aspettative della clientela.

Le linee di indirizzo politico della *regulation* europea, intesa qui come regolamentazione e supervisione del settore bancario, si sono orientate verso la stabilità del sistema in prospettiva micro e macro prudenziale. Il che non stupisce essendo la stabilità nel bancario aspetto assolutamente cruciale. Nel perseguire questo condivisibile obiettivo mi pare si delinei, almeno a uno sguardo di insieme, una tendenza di fondo, che muove in una duplice direzione.

Da una parte, verso un rafforzamento degli indicatori patrimoniali mediante l'introduzione di sofisticate tecniche di misurazione e gestione dei rischi anche in ottica preventiva. Una forte accelerazione si è registrata dopo la crisi finanziaria cominciata nel 2007: nel senso di incrementare, quantitativamente e qualitativamente, il patrimonio di vigilanza; di introdurre un nuovo parametro di valutazione della solidità bancaria (c.d. indice di leva finanziaria); nonché di emanare regole stringenti di controllo della liquidità. Fattori rilevantisimi che incidono, come intuitivo, sullo stesso modello di *business* bancario. Dall'altra, prestando particolare attenzione alla *governance* e ai modelli di organizzazione in una prospettiva di accentramento della supervisione e della risoluzione, con l'effetto voluto di una "spinta gentile" alla concentrazione e razionalizzazione del diversificato panorama

delle istituzioni bancarie europee, così da promuovere la nascita di soggetti bancari in grado di competere efficacemente a livello globale.

Nei fatti, questi indirizzi tendono a favorire la formazione di banche di grandi dimensioni e conformare le scelte delle banche territoriali. Ad indice di questa tendenza, sul fronte nazionale è sufficiente ricordare le due riforme che hanno rispettivamente modificato la disciplina delle banche popolari e le banche di credito cooperativo. Quanto alla prima, il decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito con la legge 24 marzo 2015, n. 33 ha imposto la trasformazione in società per azioni dei più grandi istituti della categoria con l'obiettivo dichiarato di rafforzarne la capitalizzazione e così ammodernare il sistema³⁷. Come è stato correttamente fatto notare "tanto l'obbligo di trasformazione in S.p.A. quanto le nuove disposizioni che regolano le banche popolari sotto soglia sono motivati dal fatto che, secondo il legislatore, i vincoli dell'organizzazione cooperativa impattano sugli assetti di *governance* e rendono difficoltoso reperire capitale di rischio sul mercato e quindi rafforzarsi patrimonialmente"³⁸. Quanto alla seconda, la legge 8 aprile 2016, n. 49 ha introdotto una forma obbligata di aggregazione delle banche di credito cooperativo attraverso, per l'appunto, la costituzione di un agglomerato in forma di gruppo. La scelta del modello, che ruota intorno al contratto di coesione tra la capogruppo – che deve obbligatoriamente rivestire la forma di società per azioni – e le singole bcc, si giustifica, anche in questo caso, principalmente nella prospettiva della ricerca di una adeguata patrimonializzazione.

Nonostante la cifra delle riforme nazionali ed europee rifletta una chiara politica del diritto intesa a favorire la formazione di banche di grandi dimensioni, non pare potersi affermare che vi sia un rapporto direttamente proporzionale tra gigantismo dimensionale ed efficienza operativa. L'esperienza recente ha dimostrato

³⁷ Cfr. relazione al decreto legge, Camera dei Deputati, Conversione in legge del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti.

³⁸ Così M. BODELLINI, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, 2017, Bari, p. 30.

che, nei periodi di maggiore *stress* economico, le banche locali di piccole dimensioni sono un elemento portante di un sistema bancario efficiente, pur in un rapporto di equilibrio con le banche di grandi dimensioni. Se poi guardiamo all'attuale contesto economico, la presenza di grandi gruppi bancari, così come di banche di prossimità e banche digitali attribuisce al sistema maggior versatilità e costituisce una straordinaria opportunità di crescita. Mentre le banche territoriali svolgono un ruolo cruciale nel sostenere le economie locali, le grandi banche universali sono essenziali per la competizione su scala globale. Parimenti le banche digitali danno concrete risposte a una domanda attuale, che nelle nuove generazioni trova il proprio naturale terreno di coltura. Ogni banca, insomma, è chiamata a dare un diverso tipo di supporto in linea con le proprie dimensioni e caratteristiche operative: favorire progetti locali, nazionali e internazionali, stimolare l'operatività *cross-border*, gestire progetti digitali e innovativi, ecc.

8. In chiusura delle presenti note, un interrogativo di vertice è necessario.

Nell'epoca di neoliberalismo la letteratura ha registrato un processo di "depoliticizzazione" del diritto: un diritto presentato come tecnico, tecnologico, "soffice" per l'appunto. Del resto, l'idea della neutralità del giuridico è stata veicolata da ricette efficientistiche che hanno segnato per decenni la cultura accademica globale³⁹. Intorno alla figura dell'*homo oeconomicus*, perfetto calcolatore delle proprie convenienze, si è organizzato il "nuovo" ordine del mercato, spogliato dai compiti prima affidati alla "programmazione". L'efficienza, come sinonimo di sviluppo economico, ha favorito il carattere individualistico del paradigma di azione sociale e trasformato radicalmente gli stessi connotati del giuridico. L'evoluzione verso questo modello istituzionale ha compromesso l'autonomia del diritto nella sua funzione

³⁹ Cfr. U. MATTEI, *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics*, 14 *Int'l. Rev. L. & Econ.* 3 (1994).

formativa dell'ordine economico. Nella misura in cui esso si è collocato in posizione di soggezione rispetto all'economia e rovesciato lo stesso rapporto tra regola giuridica e regola economica.

I cambiamenti di tessuto giuridico che muovono verso obiettivi quali la transizione ecologica, la digitalizzazione, la sostenibilità e l'inclusione sociale, territoriale e di genere sembrano segnare la fine dell'epoca neo-liberista. La stessa idea di mercato come paradigma di azione sociale dotato di proprie caratteristiche subisce una profonda revisione: la centralità dell'individuo lascia spazio all'equilibrio e alla sostenibilità dell'intero sistema. Sicché le azioni sociali non devono guardare solo agli interessi individuali ma anche alle risorse, all'ambiente e alle future generazioni.

L'insediamento di questo modello pare mettere in discussione gli schemi dominanti testé richiamati. La stessa idea di mercato come paradigma di azione sociale dotato di proprie caratteristiche subisce una profonda revisione: la centralità dell'individuo lascia spazio all'equilibrio e alla sostenibilità dell'intero sistema. Sicché le azioni sociali non devono guardare solo agli interessi individuali ma anche alle risorse, all'ambiente e alle future generazioni.

A dispetto di tale tendenza va pure evidenziato che il rapporto tra "autorità" e "libertà" subisce una forte torsione nel segno della funzione politica della responsabilità sociale dell'impresa bancaria. I processi di cambiamento in atto non sono affidati alla "forza della legge" e alle istituzioni pubbliche, ma in larga parte direttamente alle banche chiamate, in qualità di soggetti privati, a contribuire alla soluzione dei problemi pubblici e dare così risposte alle istanze della collettività: le banche, trasformandosi in organismi di regolamentazione del mercato, assumono un ruolo di indirizzo -attraverso l'emanazione di standard tecnici – orientando la loro clientela verso attività ad impatto sociale e digitale vantaggioso.

Il che apre scenari di estrema complessità che disgregano la stessa distinzione tra

interesse pubblico e privato.

In questo contesto, dobbiamo allora domandarci se il diritto stia effettivamente riguadagnando quel ruolo cui per lungo tempo aveva abdicato. Le riforme strutturali del mercato bancario riconsegnano al diritto la sua valenza normativa e rioccupano vasti spazi vuoti ponendo limiti e correttivi alla funzione allocativa? Il diritto è tornato ad essere un'istituzione capace di intercettare e anticipare i valori, le priorità e l'agenda delle comunità e così indirizzare le dinamiche sociali e di mercato?

Filippo Sartori

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università di Trento*

LE NUOVE LINEE GUIDA DELL'ESMA IN MATERIA DI REQUISITI DI SOSTENIBILITÀ NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI CONSULENZA E DI GESTIONE DI PATRIMONI *

(ESMA's new guidelines on sustainability requirements in the provision of consultancy and asset management services)

ABSTRACT: *Il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione europea, presentato nel pacchetto sulla finanza sostenibile del 21 aprile 2021, integra i fattori, i rischi e le preferenze legati alla sostenibilità nell'informativa della MiFID II e nel quadro di condotta per i consulenti e i gestori di portafoglio, specificamente previsto dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione europea. Questa integrazione solleva diversi interrogativi e problemi interpretativi, soprattutto legati all'applicazione delle regole di valutazione dell'adeguatezza e dei relativi obblighi informativi, che possono portare a un conflitto tra i due obiettivi normativi meritevoli di attenzione: garantire la sostenibilità, perseguita dal recente intervento normativo della Commissione, e la protezione degli investitori, focalizzata dalla disciplina MiFID II. Il presente contributo si propone di verificare se le rinnovate Linee Guida ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza (3 aprile 2023) riescano a chiarire e interpretare alcuni aspetti "rischiosi" delle norme modificate in modo da bilanciare adeguatamente i due obiettivi normativi, evitando che il perseguimento di uno metta a rischio l'altro. Più precisamente, la nuova soft regulation dell'ESMA dovrebbe essere in grado di garantire che la sostenibilità non diventi un pretesto che permetta agli intermediari finanziari, in modo formalmente legittimo, di danneggiare gli investitori in strumenti finanziari venendo meno al loro dovere di agire nel miglior interesse (economico) del cliente.*

* Contributo approvato dai revisori.

The European Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253, put forward in the Sustainable Finance Package of 21 April 2021, integrates sustainability-related factors, risks and preferences into in the MiFID II disclosure and the conduct-of-business framework for advisors and portfolio managers, specifically laid down in the European Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. This integration raises several questions and interpretative issues, especially connected with the application of suitability-assessment rules and related disclosure obligations, which may lead to a conflict between the two worthwhile regulatory objectives: ensuring sustainability, pursued by the Commission's recent regulatory intervention, and investor protection, focused by the MiFID II discipline. The paper aims to examine whether the renewed ESMA Guidelines on certain aspect of suitability requirements (April 3, 2023) succeed in clarifying and interpreting some "risky" aspects of amended rules so that they can adequately balance the two regulatory objectives, preventing the pursuit of one from jeopardising the other. More precisely, the new ESMA soft regulation should be able to ensure that sustainability does not become a pretext allowing financial intermediaries, in a formally legitimate manner, to harm investors in financial instruments by failing to fulfil their duty to act in the best (economic) interest of the client.

SOMMARIO: 1. Premessa; - 2. Linee Guida dell'ESMA; - 2.1. Finalità e analisi costi-benefici; - 2.2. La profilatura del cliente; - 2.3. La mappatura del prodotto; - 2.4. La valutazione di adeguatezza (abbinamento cliente/prodotto); - 3. Considerazioni conclusive.

1. Con il Regolamento delegato (UE) 2021/1253¹, contenuto *Sustanaible*

¹ Il Regolamento nasce dalla proposta della Commissione C/2021/2616 ed è pubblicato in GU L 277 del 2 agosto 2021 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1253&qid=1642427741599>). L'attuale versione del Regolamento delegato è la quarta di una serie di progetti pubblicati dalla Commissione tra il 2018 e il 2021. Per un esame dell'evoluzione del contenuto di tali progetti e delle relative implicazioni, v.: MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation* (August 6, 2021), in *Capital Markets Law Journal*, v. 16(4), 482 ss. <https://ssrn.com/>

*Finance Package del 21 aprile 2021*², la Commissione Europea integra i fattori³, i rischi⁴ e le preferenze di sostenibilità⁵ nella normativa di derivazione MiFID II, segnatamente nella disciplina concernente i requisiti organizzativi e le regole di condotta delle imprese di investimento di cui al Regolamento delegato (UE) 2017/565.

Come è emerso da precedenti scritti ai quali rinviamo⁶, tale integrazione suscita una serie di interrogativi e di problemi interpretativi, che riprenderemo nel corso dell'indagine, soprattutto in riferimento alle modalità di applicazione delle

abstract=3822367; ID., *The EU Policy on Sustainable Finance: A Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements* (November 30, 2020), in *Rev. Banking & Fin. L.*, 2020, n. 40, 249 ss. (<https://ssrn.com/abstract=3769009>); SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 3 ss.; ID., *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda* (November 8, 2019), in *Sustainability*, 2019, n. 11, 6292 ss. (<https://ssrn.com/abstract=3497402>). Il Regolamento delegato 2021/1253 della Commissione Europea del 21 aprile 2021 costituisce una misura di attuazione dell'Azione 4 del *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)* della Commissione Europea del 2018 (COM/2018/097 final, in <https://tinyurl.com/5cknwmr>). Sul contenuto del piano di azione, v.; LOVISOLO, *L'Action Plan della Commissione Europea sulla finanza sostenibile: quale teoria del cambiamento?*, in *Bancaria*, 2020, 1, 2 ss.; SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., 6 s. Per una ricognizione critica delle misure legislative e non legislative adottate in attuazione dell'Action plan del 2018, v. BROZZETTI, *La transizione verde e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I, 411 ss.

² Vai il link https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en.

³ Secondo la nozione di cui all'art. 2(24) del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) espressamente richiamata nel provvedimento di revisione del 21 aprile 2021 (art. 1(1)) e inserita nell'art. 2 del Regolamento del 2017 dedicato alle definizioni, per «*fattori di sostenibilità*» si intendono «*le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva*».

⁴ Secondo la nozione di cui all'art. 2(22) del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) espressamente richiamata nel provvedimento di revisione del 21 aprile 2021 (art. 1(1)) e inserita nell'art. 2 del Regolamento del 2017 dedicato alle definizioni, per «*rischio di sostenibilità*» si intende «*un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento*».

⁵ V. *infra* nel testo.

⁶ SALERNO, *Adding Sustainability Risks and Factors to the MiFID II Suitability and Product Governance Requirements*, in *The Italian Law Journal*, I, 2022, n. 8, 803 ss., in part. 810 ss.; Id., *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banc.*, I, 2022, 1, 53 ss., in part. 83 ss.; Id., *Integrating Sustainability in the MiFID II Package-Based Regulation: Effects on Financial Intermediaries' Accountability and Potential Conflict Between Regulatory Objectives*, in Ramos Muñoz, Smoleńska (a cura di), *Greening the Bond Market. A European Perspective*, EBI STUDIES IN BANKING AND CAPITAL MARKETS LAW, Cham:Palgrave Macmillan - Springer Nature, 175-203, in part. 189 ss.

regole in materia di valutazione dell'adeguatezza e connessi obblighi informativi. Da tali questioni, se lasciate irrisolte, può scaturire un conflitto tra due obiettivi regolatori, quello della tutela del cliente, proprio della normativa di derivazione MiFID II, e quello della sostenibilità a cui è finalizzato il recente intervento della Commissione⁷; conflitto derivante nello specifico dall'adozione da parte del regolatore europeo del 2021 di un regime di favore per la distribuzione di strumenti finanziari sostenibili imperniato, sostanzialmente sull'adozione di un modello 'orientato al prodotto', cioè di adeguamento delle caratteristiche del cliente a quelle dello strumento finanziario sostenibile.

Il presente contributo costituisce, dunque, un aggiornamento di quelle indagini volto a verificare se i rinnovati *Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II* del 3 aprile 2023⁸ riescano a chiarire ed interpretare alcuni profili 'azzardati' della nuova disciplina in modo consono a bilanciare adeguatamente i suddetti obiettivi regolatori, impedendo che il perseguimento dell'uno si traduca in una minaccia per l'altro, *vel rectius* che la sostenibilità diventi un espediente che consenta agli intermediari, in modo formalmente legittimo, di danneggiare gli investitori in strumenti finanziari non ottemperando all'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente; obbligo quest'ultimo che rappresenta il baluardo della regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento sancite dalla MiFID II e dai regolamenti a questa connessi.

⁷ Secondo una dottrina (PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, in AA.VV., in Atti del Convegno nazionale ODC "IMPRESA, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO COMMERCIALE", Roma, 26-27 maggio 2023 (<https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2023>), passim), la soluzione a tale conflitto potrebbe essere fornita dalla considerazione dei rischi specifici degli investimenti sostenibili e del loro impatto sul rendimento finanziario dei medesimi sia nella fase di selezione degli strumenti finanziari sostenibili da raccomandare o offrire sia in sede di identificazione del *target* di mercato dei medesimi da parte dei produttori e dei distributori.

⁸ V. ESMA35-43-3172, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf. Essi sostituiscono i precedenti orientamenti in materia del 6/11/2018, ESMA35-43-1163, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf.

2.

2.1. Nel suo *Final report* in materia⁹, l'ESMA sottolinea innanzitutto le finalità delle nuove linee guida. Queste, fornendo chiarimenti sui requisiti di adeguatezza della MiFID II e, segnatamente, sui nuovi parametri di sostenibilità, forniscono un supporto alle imprese per migliorarne l'applicazione e contribuire ad assicurare un'efficiente implementazione del quadro normativo dell'UE, che pone le considerazioni sulla sostenibilità al centro del sistema finanziario per sostenere la transizione verde, ecologica ed inclusiva dell'economia europea. In aggiunta, le linee guida mirano a garantire un approccio convergente nella supervisione dei coefficienti di adeguatezza; approccio questo che è alla base di una maggiore protezione degli investitori, quale obiettivo chiave dell'autorità di vigilanza europea per il mercato mobiliare.

Chiarite le finalità, l'ESMA illustra la consueta analisi costi-benefici associati all'impatto dei nuovi orientamenti sui diversi attori del mercato. Quanto alle imprese, queste, se da un lato dovranno probabilmente sostenere alcuni costi per la relativa attuazione, dall'altro beneficeranno di una maggiore certezza giuridica e dell'applicazione armonizzata dei requisiti in tutti gli Stati membri. Gli investitori dal canto loro beneficeranno di una più elevata compatibilità tra i prodotti di investimento e le proprie esigenze e caratteristiche. Infine, le linee guida dovrebbero semplificare gli sforzi delle autorità competenti tesi a migliorare la conformità generale ai requisiti della MiFID II, aumentando la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, che costituisce un elemento essenziale per la creazione di un vero mercato unico dei capitali.

Andando nel dettaglio, l'ESMA elenca una serie di benefici legati alle linee

⁹ Cfr. ESMA35-43-3172, *Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 23 settembre 2022 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf). V. in particolare l'Allegato 3, 6 ss.

guida, quali la riduzione del rischio di *mis-selling* e delle relative conseguenze finanziarie (e.g. riduzione dei reclami, dei costi, dei ricorsi e delle spese legali per le cause giudiziarie, dei danni alla reputazione, delle multe, ecc.), la possibilità di evitare il *greenwashing* nella distribuzione di prodotti di investimento con caratteristiche di sostenibilità, la diminuzione dei rischi legati all'arbitraggio normativo o di vigilanza grazie a un maggior grado di armonizzazione e di convergenza delle pratiche di supervisione, effetti positivi per le imprese collegati alla più intensa standardizzazione dei processi che queste devono porre in essere per implementare il *framework* di adeguatezza della MiFID II, e conseguenze positive dovute alla maggiore armonizzazione e standardizzazione per le autorità competenti in termini di costi e di attività necessarie ad attuare le nuove procedure di vigilanza relative alla valutazione dell'idoneità.

Quanto ai costi connessi all'implementazione dei nuovi orientamenti, l'ESMA evidenzia che, rimanendo invariati gli aspetti fondamentali della valutazione di adeguatezza e delle precedenti linee guida, le imprese che hanno già predisposto un insieme completo di procedure per conformarsi alle attuali disposizioni MiFID II dovranno presumibilmente sostenere costi complessivi minori per l'implementazione del quadro aggiornato e delle rinnovate linee guida. Nello specifico, l'autorità europea ritiene che i costi potenziali e incrementali che le imprese dovranno affrontare nell'attuazione del regime generale di idoneità potrebbero essere sia di natura *una tantum* che continuativa. Trattasi di: costi legati all'aggiornamento/revisione degli assetti procedurali e organizzativi esistenti ai nuovi requisiti di sostenibilità; costi connessi al processo di raccolta delle preferenze di sostenibilità dei clienti; costi informatici iniziali e correnti; costi organizzativi e delle risorse umane relativi all'attuazione degli orientamenti che forniscono chiarimenti sulla qualificazione del personale dell'impresa; costi relativi al reperimento dei dati ESG e alla concessione di licenze di dati ESG da parte dei fornitori dei medesimi.

In conclusione, l'ESMA ritiene che i costi complessivi (di conformità) associati all'implementazione del nuovo regime sulla valutazione di adeguatezza (comprensivo delle regole MiFID II e dei nuovi orientamenti) saranno pienamente compensati dai benefici derivanti dalla maggiore efficacia di tale valutazione.

Fatta questa necessaria premessa, nell'ambito dei nuovi orientamenti ESMA in esame, ci concentreremo su quelli concernenti gli elementi di sostenibilità introdotti dalla normativa di secondo livello nella disciplina della prestazione dei servizi di investimento. In proposito, si rammenta che le modifiche volte all'integrazione dei fattori di sostenibilità nel *framework* regolativo della valutazione di adeguatezza delineato dal Regolamento (UE) 2017/565 impattano su tutti i profili della verifica: dai parametri di valutazione, rappresentati dalle caratteristiche del cliente e del prodotto, alle modalità di verifica dell'idoneità, agli obblighi informativi a questa correlati¹⁰. Più precisamente, l'intervento riformatore in materia operato dalla Commissione Europea con il Regolamento 2021/1253 si incentra sull'art. 54 del Regolamento 565/2017 recante il titolo "*Valutazione dell'idoneità e relazioni sull'idoneità*", le cui previsioni si applicano alla prestazione sia del servizio di consulenza in materia di investimenti sia del servizio di gestione di portafogli.

Gli orientamenti dell'ESMA intervengono su tutti gli aspetti menzionati.

2.2. Ai fini della determinazione del profilo di rischio dell'investitore o potenziale investitore, la versione aggiornata del Regolamento 2017/565 (art. 54, par. 5) impone all'intermediario l'acquisizione dal cliente di informazioni anche a carattere "non finanziario", includendole nel gruppo di dati da acquisire in merito agli obiettivi di investimento del medesimo. Questa categoria di informazioni, quindi, oltre all'orizzonte temporale di conservazione dell'investimento, alle preferenze in materia

¹⁰ Per i dettagli sulla disciplina in materia di adeguatezza contenuta nella MiFID II si rinvia, anche per i riferimenti, a SALERNO, *La disciplina in materia di tutela dell'investitore nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente*, cit., pp. 448 ss.

di assunzione del rischio, alla tolleranza al rischio, alla finalità dell'investimento, arriva a comprendere altresì le preferenze di sostenibilità.

Il legislatore procede, dunque, con la definizione di “preferenze di sostenibilità” (attraverso l’inserimento di un nuovo punto all’art. 2 del Regolamento del 2017)¹¹ intese come scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno strumento finanziario:

- per il quale il cliente o potenziale cliente determina la quota minima (il livello minimo di sostenibilità) da investire in investimenti ‘ecosostenibili’ ai sensi dell’art. 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Green Taxonomy Regulation*¹²), e/o;

- per il quale il cliente o potenziale cliente determina la quota minima (il livello minimo di sostenibilità) da investire in investimenti sostenibili ai sensi dell’art. 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. SFDR)¹³ e/o;

¹¹ Anche con riferimento a tale definizione la dottrina (MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client’s Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, cit., 12 ss.) rileva un cambiamento di impostazione nell’evoluzione del regolamento del 2021, che è passato dal riferimento alle “preferenze ESG” di cui alla versione del 2018 al richiamo, nelle versioni successive, alle “preferenze di sostenibilità” di cui al SFDR e al Regolamento Tassonomia.

¹² Trattasi del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>). La *Green Taxonomy Regulation*, soprattutto per arginare il fenomeno del *green washing*, prevede l’istituzione di un sistema di classificazione unificato per le attività ecosostenibili, onde assicurare una chiara ed inequivocabile informativa in merito agli investimenti che le finanziano. Nello specifico, il Regolamento Tassonomia, entrato in vigore il 12 luglio 2020, detta le linee guida per la delimitazione del *genus* delle «attività ecosostenibili» (cioè quelle che perseguono obiettivi ambientali), affidando agli atti delegati della Commissione il compito di qualificare le particolari *species* di attività in funzione dei diversi obiettivi ambientali fissati dalla normativa primaria e quantificarne i diversi livelli di sostenibilità. A tal fine, la *Green Taxonomy Regulation* individua in via preliminare sei obiettivi ambientali e, successivamente, i criteri in base ai quali un’attività economica possa qualificarsi come «ecosostenibile» in relazione agli obiettivi indicati. Tale qualificazione si basa sul concetto di «contributo sostanziale» non marginale (al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali) e sul principio del «non arrecare un danno significativo» (a nessun obiettivo ambientale). La specificazione di tali criteri ha un contenuto di massima indicato nel Regolamento (art. 10 ss.), ma la definizione del dettaglio è rimessa agli atti delegati della Commissione.

¹³ Trattasi del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, c.d. *SFDR (Sustainability- Related Disclosures in the financial sector Regulation)*, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32019R2088>). Ai sensi dell’ SFDR (art. 2, punto 17), un

- che considera i principali effetti negativi (c.d. PAI – *Principal Adverse Effects*) sui fattori di sostenibilità per il quale il cliente o potenziale cliente determina gli elementi qualitativi (tipologia: ESG) o quantitativi (grado) comprovanti tale ‘presa in considerazione’.

Da tale definizione si ricavano tre elementi rilevanti per la nostra indagine. Innanzitutto, il legislatore europeo individua tre categorie generali di strumenti finanziari ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità del cliente: quelli che perseguono, pienamente o parzialmente, investimenti sostenibili in attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del Regolamento Tassonomia, quelli che perseguono investimenti sostenibili ai sensi del SFDR, e quelli che considerano i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. In secondo luogo, la norma rimette al cliente la decisione in merito alle proprie preferenze di sostenibilità, ossia la determinazione qualitativa, inerente cioè al tipo, e quantitativa, concernente cioè il grado, di sostenibilità degli strumenti finanziari ammissibili ai fini della raccomandazione o dell’offerta da parte dell’intermediario nei suoi confronti. Infine, l’incentivo del legislatore per investimenti in strumenti che finanziano attività economiche ecosostenibili o che perseguono investimenti sostenibili o che prendono in considerazione le esternalità negative rilevanti non si traduce nell’imposizione di un obbligo a carico dei clienti o potenziali clienti di fornire informazioni sui propri interessi per i temi della sostenibilità, a differenza di quanto previsto per la fornitura

investimento si considera «sostenibile» quando concerne un’attività economica che rispetti tre condizioni, ossia quando tale attività: 1) contribuisca ad un obiettivo ambientale o sociale; 2) non arrechi danno significativo a nessuno di tali obiettivi; 3) sia svolta da imprese che rispettano prassi di buona *governance*. In realtà, il SFDR non limita l’ambito di applicazione della normativa in materia di trasparenza (informativa) sulla sostenibilità alla rigorosa nozione di investimento sostenibile, assoggettando ad essa prodotti caratterizzati da diversi livelli e ambizioni legate alla sostenibilità: da quelli che perseguono l’obiettivo di investimenti sostenibili e non arrecano un danno significativo (art. 9), a quelli che promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione delle stesse, nel rispetto di prassi di buona *governance*, senza elevarsi allo *standard* di investimento sostenibile (art. 8), a quelli che tengono conto dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul relativo rendimento, laddove rilevanti (art. 6).

delle altre informazioni di tipo personale e finanziario.

Data la libertà di scelta degli investitori o potenziali investitori relativamente ad investimenti con caratteristiche di sostenibilità, le linee guida dell'ESMA offrono chiarimenti e direttive sugli aspetti applicativi legati all'inserimento delle preferenze di sostenibilità nell'ambito delle informazioni da acquisire dal cliente in ottemperanza alla *know your customer rule*. Infatti, l'applicazione della disposizione in esame richiederà l'introduzione nel questionario di profilatura di nuove domande volte ad ottenere dagli investitori informazioni sulle proprie preferenze in tema sostenibilità, con sufficiente granularità¹⁴, di cui l'intermediario dovrà tener conto nella determinazione della lista dei prodotti raccomandabili. Tali indicazioni dovranno chiaramente essere date dai clienti in modo consapevole per cui, nel gruppo di disposizioni inerenti alle informazioni da somministrare a questi ultimi sullo scopo della valutazione di adeguatezza, l'ESMA inserisce un nuovo orientamento (16 di supporto all'orientamento generale 1) che incide sulla capacità degli intermediari di aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e a prendere le decisioni di investimento in tale contesto¹⁵. A tal fine, si richiede che le imprese spieghino in modo chiaro, evitando un linguaggio tecnico, i termini e le distinzioni tra le tre categorie di strumenti ammissibili, nonché tra questi prodotti e quelli privi di caratteristiche di sostenibilità. Le imprese dovrebbero inoltre spiegare i termini e i concetti utilizzati nel fare riferimento ad aspetti ambientali, sociali e di *governance*.

Una volta informato il cliente, le linee guida intervengono sul flusso informativo dal cliente all'intermediario/consulente, raccomandando in via generale

¹⁴ Cfr. SIRI, ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, cit., p. 27, che ritengono il riferimento al requisito della granularità di cui al Regolamento del 2021, quanto meno in una prima fase, sproporzionato e difficilmente implementabile.

¹⁵ Merita ricordare che, nell'ambito delle consultazioni che hanno preceduto l'emanazione dell'atto delegato oggetto della nostra attenzione (C/2021/2616), nel marzo del 2018 la Commissione ha inviato agli intermediari un questionario mirato sull'integrazione delle considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nella valutazione dell'adeguatezza. La consultazione ha rivelato che solo una minoranza dei clienti solleva in modo proattivo questioni inerenti alla sostenibilità nel corso del processo di consulenza. V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, 4 ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C\(2021\)2616&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2021)2616&from=EN)).

che le indicazioni da parte di quest'ultimo riguardino tutti gli aspetti compresi nella nozione di preferenze di sostenibilità e siano sufficientemente dettagliate da consentire un abbinamento di tali scelte con le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari. A tale scopo, gli orientamenti 27 e 28 di supporto all'orientamento generale 2, nel gruppo di informazioni dal cliente, da acquisire attraverso la somministrazione del questionario di adeguatezza, esortano le imprese a chiedere in prima battuta, per mezzo di domande chiuse con risposta sì/no, se costui ha preferenze di sostenibilità, adottando un approccio il più possibile neutro e obiettivo in modo da non influenzare il potenziale investitore. In caso di risposta affermativa, esse dovrebbero, in secondo luogo, ottenere informazioni sulla tipologia di investimenti a cui il cliente è interessato tra quelli previsti dal Regolamento del 2021, domandando se tali preferenze, con riferimento alla seconda e alla terza categoria di investimenti ammissibili (la scelta per il primo gruppo di attività ecosostenibili è scontata), si concentrino o meno su fattori di sostenibilità ambientali, sociali o di *governance* o su una loro combinazione, o se il cliente non presti invece attenzione a tali fattori. Infine, gli intermediari dovrebbero ottenere dal potenziale investitore informazioni di natura quantitativa, con la richiesta di indicare: quanto agli investimenti in strumenti che finanzino attività incluse nella *Green Taxonomy* ovvero integranti la nozione di investimento sostenibile di cui al SFDR, la quota minima non sotto forma di percentuale esatta ma per mezzo della sua approssimazione a percentuali minime standardizzate (quali minimo 20 %, minimo 25 %, minimo 30 %, ecc.); con riferimento agli strumenti finanziari che tengono conto dei PAI, quali principali effetti negativi dovrebbero essere considerati, compresi i criteri quantitativi o qualitativi comprovanti tale presa in considerazione, utilizzando, per la verifica di un eventuale interesse del cliente per gli aspetti ambientali, sociali o di *governance*, le categorie di indicatori individuate nelle Norme Tecniche di Regolamentazione¹⁶ del

¹⁶ Queste sono contenute nel Regolamento delegato (UE) 2022/1288, che integra il regolamento (UE)

SFDR (anziché un approccio basato su ciascun indicatore PAI), quali emissioni, rendimento energetico, acqua e rifiuti, ecc.¹⁷, e chiedendo al cliente se, in base ai PAI pertinenti, egli desidera escludere dai propri investimenti determinate attività economiche (per esempio quelle che sono ritenute considerevolmente nocive secondo il quadro della Tassonomia dell'UE e/o che sono contrarie alle convinzioni ambientali ed etiche del cliente e sono correlate ad alcuni tra i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità)¹⁸.

Qualora i clienti rispondano di avere preferenze di sostenibilità ma non ne diano una specificazione di tipo qualitativo e quantitativo, si suggerisce alle imprese di predisporre politiche e istruzioni per il proprio personale sul comportamento da assumere, per esempio, considerando uno qualsiasi degli aspetti degli investimenti eleggibili, spiegando e informando il cliente delle caratteristiche di sostenibilità del prodotto o dei prodotti d'investimento raccomandati o di quelli in cui l'impresa

2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288>). V in part. l'Allegato 1.

¹⁷ Si potrebbe poi avviare una valutazione per ogni categoria che sia importante/fondamentale o meno per il cliente. Tale valutazione qualitativa potrebbe basarsi sugli approcci nell'ambito dei quali i prodotti tengono conto dei principali effetti negativi (per esempio strategie di esclusione / politiche in materia di controversie / politiche in materia di voto e impegno).

¹⁸ L'Orientamento 29 delle linee guida contiene una specificazione in merito alla richiesta delle preferenze di sostenibilità al cliente nella prestazione del servizio di gestione del portafoglio. Quando forniscono consulenza in materia di gestione del portafoglio o in materia di investimenti con un approccio di portafoglio, le imprese dovrebbero acquisire informazioni sulle preferenze di sostenibilità del cliente con lo stesso livello di granularità stabilito nei precedenti paragrafi 26 e 27. Le imprese dovrebbero altresì domandare al cliente quale parte/percentuale (eventuale) del portafoglio intenda investire in prodotti che soddisfano le sue preferenze di sostenibilità. Se le imprese operano con modelli di portafoglio che combinano alcuni o tutti i criteri elencati nel precedente paragrafo 26, tali modelli dovrebbero consentire una valutazione dettagliata delle preferenze del cliente, senza tradursi in un questionario che induca il cliente a selezionare una determinata combinazione di criteri che non soddisferebbe le sue preferenze di sostenibilità.

investirà per conto del medesimo, documentando nella relazione sull'adeguatezza la scelta di quest'ultimo di non specificare ulteriormente le preferenze di sostenibilità¹⁹.

Un altro aspetto di carattere operativo, su cui le linee guida non intervengono, concerne il momento in cui rilevare le preferenze di sostenibilità dell'investitore. In proposito, la Commissione Europea, nel considerando 5 del Regolamento di modifica del 2021, precisa che, al fine di evitare pratiche di vendita impropria o l'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziarie come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo siano, gli intermediari che forniscono consulenza in materia di investimenti, conformemente all'obbligo di agire nel migliore interesse dei clienti, dovrebbero, prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità, valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente. È logico, per esempio, che la manifestazione di una preferenza per un orizzonte temporale breve di conservazione dell'investimento escluda a priori e automaticamente l'eventuale ambizione di sostenibilità dell'investitore, e, quindi, l'eventuale proposta di investimenti con caratteristiche di sostenibilità. Appare di tutta evidenza, dunque, la delicatezza della funzione che, in sede di profilatura del cliente effettuata tramite il questionario MiFID II, l'intermediario/consulente è chiamato a svolgere allorché sarà tenuto a rilevare non solo le eventuali preferenze di sostenibilità dell'investitore ma anche la loro integrazione negli obiettivi di investimento (finanziario) preventivamente identificati.

Le linee guida, invece, nell'orientamento 57 di supporto all'orientamento generale 5 si occupano della necessità per l'intermediario, nell'ambito di un rapporto continuativo di consulenza, di intercettare gli eventuali cambiamenti nelle caratteristiche ed esigenze del cliente, *ivi* compresa l'attitudine verso i temi della sostenibilità, procedendo ad un aggiornamento del suo profilo (si pensi al caso di un investitore che nel corso del tempo maturi una propria "coscienza sostenibile",

¹⁹ Le imprese dovrebbero assicurare che siano predisposti meccanismi analoghi quando forniscono servizi di consulenza automatizzata, dato il limitato intervento umano.

mostrando una particolare sensibilità verso temi quali la lotta ai cambiamenti climatici, le energie rinnovabili o l'edilizia sostenibile). Si stabilisce, infatti, sulla base di quanto suggerito dalla Commissione nel considerando 4 del Regolamento del 2021, che l'informazione inerente alle preferenze di sostenibilità di un cliente dovrebbe essere aggiornata (per i rapporti continuativi) al più tardi in occasione del successivo aggiornamento periodico dopo l'entrata in vigore del Regolamento delegato. Si dovrebbe offrire ai clienti l'opportunità di fare aggiornare immediatamente il proprio profilo, se lo desiderano; in caso contrario, durante il periodo che precede l'acquisizione, da parte dell'impresa, delle informazioni sulle preferenze di sostenibilità del cliente, quest'ultimo sarà considerato «neutrale in termini di sostenibilità» e pertanto, in linea con quanto detto in precedenza, si potrebbero raccomandare sia prodotti con caratteristiche connesse alla sostenibilità, sia prodotti che ne sono privi.

2.3. Contribuisce al corretto svolgimento della funzione dell'intermediario/consulente l'ulteriore modifica che il legislatore del 2021 apporta al secondo parametro di riferimento per la valutazione di adeguatezza, ossia il profilo del prodotto da offrire o raccomandare. In proposito, il riformato par. 9 dell'art. 54 del Regolamento 2017/565 impone all'intermediario di predisporre appropriate politiche e procedure che provino la propria capacità di comprendere la natura e le caratteristiche, inclusi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti, inclusi eventuali fattori di sostenibilità²⁰, e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente.

Gli indicatori di sostenibilità, dunque, fanno la loro comparsa nel processo di selezione del prodotto tra gli elementi che devono essere presi in considerazione

²⁰ Sui rischi collegati ad investimenti sostenibili v. PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 9 ss.

dall'intermediario ai fini della formulazione di una proposta di investimento adeguata. In proposito, nella Relazione al Regolamento delegato del 2021²¹, la Commissione suggerisce che, per agevolare i processi interni di elaborazione di raccomandazioni ai clienti o potenziali clienti sulla base di una precedente analisi di strumenti finanziari, gli intermediari potrebbero classificare in anticipo e raggruppare gli strumenti finanziari in funzione delle tre categorie ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità, o dei tipi di impegni che comportano, o degli indicatori qualitativi o qualitativi utilizzati.

Stanti queste previsioni, ai fini di una corretta ed armonizzata applicazione della *know your merchandise rule* intervengono i chiarimenti forniti negli orientamenti 72 e 73 dell'ESMA di supporto all'orientamento generale 7.

Innanzitutto, si suggerisce alle imprese l'adozione di procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche, compresi fattori di sostenibilità, e i fattori di rischio (di credito, di mercato, di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto che possa costituire oggetto di raccomandazione²². Dovrebbero, inoltre, essere stabilite procedure di analisi inerenti agli obblighi di *governance* dei prodotti (in particolare, con riguardo al mercato di riferimento, positivo e negativo, potenziale ed effettivo²³) attraverso le quali le imprese stimino attentamente le modalità di variazione dei medesimi in determinati contesti (si pensi alle obbligazioni convertibili o altri strumenti di debito, che, in situazioni di crisi dell'intermediario, ai sensi della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche, possono, ad esempio, convertirsi in azioni). La valutazione

²¹ V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 2.

²² Sul ruolo delle credit rating agencies in tale processo e, in particolare, sulla eccessiva dipendenza delle regolazioni dei mercati finanziari dal rating come esclusiva o prevalente fonte di valutazione di prodotti finanziari v. AMMANNATI, Il 'valore' del rating nelle regolazioni pubbliche. Regolare il mercato del rating o superare il rating?, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, n. 2, 23 ss., spec. 27 ss.

²³ Per approfondimenti in materia, si rinvia, anche per la bibliografia *ivi* riportata, a SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, cit., 98 ss.

del livello di complessità dei prodotti²⁴ è particolarmente importante ai fini dell'abbinamento con le informazioni fornite dal cliente, segnatamente quelle inerenti a conoscenza ed esperienza. Quanto alla considerazione specifica dei fattori di sostenibilità dei prodotti ai fini della successiva verifica di conformità alle preferenze di sostenibilità del cliente, le imprese potrebbero, ad esempio, classificare e raggruppare, nell'ambito dei prodotti che offrono, gli strumenti finanziari in funzione delle tre categorie ammissibili individuate dal Regolamento, in termini di quota (percentuale) investita in attività economiche considerate ecosostenibili, quota di investimenti sostenibili ai sensi del SFDR, presa in considerazione dei principali effetti negativi e di altre caratteristiche della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*. Tale classificazione, oltre che essere coerente con l'esame inerente agli obblighi di *governance* dei prodotti, segnatamente con il relativo mercato di riferimento, non esime tuttavia l'intermediario dal raccogliere, nel caso concreto, le informazioni specifiche di natura qualitativa e quantitativa dal cliente in merito alle preferenze di sostenibilità.

Poiché ad oggi sono stati creati strumenti finanziari con vari livelli di ambizione in materia di sostenibilità, il Regolamento del 2021 impone agli intermediari che prestano il servizio di consulenza e di gestione di portafogli di acquisire conoscenze e competenze adeguate a spiegare ai clienti e potenziali clienti la distinzione, da un lato, tra le tre categorie di strumenti finanziari eleggibili in caso di preferenze di sostenibilità individuali e, dall'altro, tra questi ultimi ed altri strumenti finanziari che non presentano caratteristiche di sostenibilità.

Del profilo applicativo di tale previsione si occupano le linee guida dell'ESMA con l'orientamento 106 di supporto all'orientamento generale 104 che s'incentra sulle "qualifiche del personale dell'impresa". Qui si specifica che il personale, oltre alle conoscenze e le competenze necessarie alla valutazione di adeguatezza richieste

²⁴ Per la valutazione della complessità dei prodotti, le linee guida suggeriscono l'utilizzo dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II.

dalla normativa di primo livello (art. 25, par. 1, MiFID II) e ulteriormente specificate negli orientamenti dell'ESMA per la valutazione delle conoscenze e delle competenze²⁵, deve acquisire le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri ricavabili dalla nozione di preferenze di sostenibilità ed essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti con un linguaggio non tecnico. A tal fine, si suggerisce alle imprese di fornire al personale una formazione idonea.

2.4. Una volta integrati i fattori di sostenibilità nei parametri soggettivi (profilo cliente) e oggettivi (profilo prodotto), ai sensi della versione aggiornata del Regolamento 2017/565, l'intermediario è tenuto a effettuare, ai fini dell'abbinamento di prodotti ai clienti, la valutazione di adeguatezza anche in relazione a tali fattori. Nel dettaglio, la riforma (nuova lett. a) del par. 2 dell'art. 54) impone di verificare se la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di consulenza o di gestione di portafogli corrisponda, tra l'altro, agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità.

Atteso che queste ultime riguardano gli strumenti finanziari riconducibili alle tre categorie ammissibili, in caso di manifestazione da parte del cliente di preferenze di sostenibilità individuali non potranno essere raccomandati o offerti prodotti che non rispettino il tipo e/o la quota minima di sostenibilità determinata dal cliente per investimenti ecosostenibili conformi alla tassonomia verde o per investimenti sostenibili ai sensi del SFDR o per investimenti che prendono in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. Tuttavia, la Commissione precisa che *“Date le norme sulle preferenze di sostenibilità, non sarà necessario adattare gli strumenti finanziari con diversi livelli di ambizioni in materia di sostenibilità. Tali*

²⁵ V. ESMA71-1154262120-153 EN (rev), 3 gennaio 2017 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-1154262120-153_guidelines_for_the_assessment_of_knowledge_and_competence_corrigenum.pdf).

*strumenti finanziari o beneficeranno del regime delle preferenze di sostenibilità o continueranno a essere raccomandabili ma non come strumenti finanziari rispondenti alle preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente ai sensi del presente regolamento*²⁶. Questo implica che, in caso di manifestazione di preferenze di sostenibilità da parte del cliente, potranno essere raccomandati a quest'ultimo o negoziati per suo conto solo gli strumenti finanziari ammissibili che siano compatibili con la "tipologia" e la "quota minima di sostenibilità" indicate dal medesimo in sede di profilatura. Ciò non ostante, gli strumenti finanziari astrattamente ammissibili ma non in linea con il tipo e/o il grado di sostenibilità individuati dal cliente potranno essere ugualmente raccomandati nell'ambito della valutazione di adeguatezza, ossia qualora questi siano conformi alle caratteristiche finanziarie e personali dell'investitore. Va da sé che, come precisato dall'ESMA nell'orientamento 85 di supporto all'orientamento generale 8, qualora il cliente non abbia manifestato preferenze di sostenibilità, l'impresa può considerare il medesimo «neutrale in termini di sostenibilità» e l'oggetto della raccomandazione può estendersi ad una più ampia gamma di prodotti con o senza caratteristiche connesse alla sostenibilità²⁷.

Il regime di favore stabilito per la valutazione dell'adeguatezza anche in relazione ad elementi di sostenibilità è rafforzato dall'ulteriore norma contenuta nel Regolamento 2021/1253 (nuovo par. 10 dell'art. 54) che sancisce la possibilità per l'investitore di modificare le proprie preferenze di sostenibilità (tipo e/o livello minimo di sostenibilità) al fine di adattarle alle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti disponibili. Si stabilisce, infatti, che, qualora nessuno strumento (rientrante tra quelli astrattamente ammissibili) soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, quest'ultimo può adeguare le informazioni sulle sue preferenze di sostenibilità in modo da rendere possibile la presentazione di ulteriori

²⁶ V. la Relazione alla proposta di Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

²⁷ Sul regime di favore per la distribuzione di strumenti finanziari sostenibili derivante da quest'ultima previsione v. , da ultimo, PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 8 s. (<https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2023>).

raccomandazioni di prodotti con ambizioni di sostenibilità differenti. In tal caso, per prevenire il rischio di vendita impropria e il *greenwashing*, le imprese di investimento dovrebbero tenere traccia della decisione di adattare tali informazioni e della relativa spiegazione. Ed anche l'ESMA, consapevole dei pericoli per l'investitore insiti in tale previsione, introduce nel gruppo di linee guida inerenti all'applicazione della *suitability rule*, disposizioni di chiarimento e di interpretazione della norma in esame (orientamenti 82, 83 e 84). Si precisa che, qualora l'intermediario intenda raccomandare un prodotto non conforme alle preferenze di sostenibilità del cliente, queste dovranno essere adeguate. Data la libertà di scelta dell'investitore in merito stabilita dal Regolamento, l'impresa è tenuta a documentare nella relazione (dichiarazione) di adeguatezza il motivo del ricorso a tale possibilità e la decisione del cliente. Stanti le prescrizioni del Regolamento delegato (art. 54, par. 10), l'ESMA rammenta che tale possibilità di adeguamento riguarda solo le preferenze di sostenibilità e non i parametri di carattere finanziario alla base della valutazione di adeguatezza, in relazione ai quali il prodotto o è conforme o non può essere raccomandato.

Con riferimento alla consulenza in materia di investimenti, si specifica che: l'adeguamento deve riguardare solo la consulenza in questione e non il profilo del cliente in generale; l'adattamento, oltre che documentato, dovrebbe essere sottoposto alle procedure periodiche di monitoraggio; solo dopo che il cliente abbia espresso la decisione di avvalersi della possibilità consentita dalla legge, e non prima, l'impresa potrebbe comunicare al cliente informazioni sulla propria offerta di prodotti con caratteristiche di sostenibilità.

Nel caso della gestione di portafogli, le nuove linee guida prevedono che le preferenze di sostenibilità del cliente (compresa la quota minima da impiegare in investimenti con caratteristiche di sostenibilità) debbano essere acquisite e valutate in occasione della definizione del mandato e della strategia di investimento. È in tale

sede che l'impresa, se non può soddisfare tali preferenze, dovrebbe domandare al cliente se questi intenda adeguarle, registrando la sua decisione nel mandato.

Si comprende bene come il *framework* regolativo appena descritto sulla valutazione di adeguatezza in funzione delle preferenze di sostenibilità e, segnatamente, sulla possibilità di adattamento del profilo di sostenibilità del cliente adottati per gli strumenti finanziari sostenibili, al fine di favorirne gli investimenti, un modello di distribuzione "orientato al prodotto" (ossia di adeguamento del profilo del cliente al profilo del prodotto); modello che, al contrario, l'evoluzione della disciplina sui servizi di investimento ha progressivamente bandito per la distribuzione degli strumenti finanziari *tout court* in regime di consulenza e di gestione di portafogli, preferendo l'adozione di un modello "orientato al cliente" (ossia di adeguamento del profilo del prodotto al profilo cliente) di maggiore tutela per l'investitore.

Riflesso di questo duplice paradigma (più e meno favorevole) funzionale alla natura sostenibile o meno degli strumenti finanziari da raccomandare o offrire sono le misure contenute nel Regolamento del 2021 che, al fine di arginare pratiche di vendita impropria, tengono ben distinti il profilo finanziario, da un lato, e il profilo di sostenibilità, dall'altro, del cliente, non ostante l'inclusione delle preferenze di sostenibilità tra gli obiettivi di investimento del medesimo. In proposito e con maggiore esattezza, conformemente al principio dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente e a quanto precisato in merito alle modalità di profilatura del medesimo (v. considerando 5), la Commissione nella relazione al provvedimento in esame²⁸ sottolinea che i fattori di sostenibilità non dovrebbero prevalere sull'obiettivo di investimento finanziario di un cliente e che le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere trattate nell'ambito del processo di valutazione dell'adeguatezza solo dopo che sia stato considerato l'obiettivo di investimento (finanziario) del cliente, oltre naturalmente i parametri della conoscenza ed

²⁸ V. Relazione alla proposta del Regolamento delegato del 21 aprile 2021, cit., 4.

esperienza e della situazione finanziaria. L'opportunità di adottare un modello bifocale e in sequenza di valutazione dell'adeguatezza è ribadita dall'ESMA nell'orientamento 81 di supporto all'orientamento generale 8 rientrante nel gruppo di disposizioni necessarie a garantire l'adeguatezza di un investimento²⁹.

Quanto alle modalità di conservazione della documentazione, l'orientamento 111 di supporto all'orientamento generale 12 stabilisce che l'impresa è tenuta a mantenere tutte le informazioni pertinenti sulla valutazione dell'adeguatezza (sul cliente, sugli strumenti finanziari raccomandati al cliente o acquistati per suo conto, sulla relazione di adeguatezza trasmessa), nonché le eventuali modifiche, comprese le situazioni in cui le preferenze di sostenibilità di un cliente vengono adeguate e una spiegazione chiara dei motivi di tale adeguamento.

Per completezza di indagine, ricordiamo che la differenza di regime prevista per le conseguenze connesse alla valutazione di adeguatezza in relazione al profilo finanziario (in caso di incompatibilità, la raccomandazione o l'operazione è bloccata) e al profilo di sostenibilità (in caso di incompatibilità, la raccomandazione o l'operazione può essere effettuata se conforme al solo profilo finanziario ovvero se l'investitore adatta le proprie preferenze di sostenibilità) del cliente risulta confermata anche dal fatto che rimane inalterata (nel senso che non si estende alle informazioni sulle preferenze di sostenibilità dell'investitore) la norma contenuta nell'art. 54, par. 8, del Regolamento del 2017, che, nella prestazione del servizio di consulenza, obbliga gli intermediari ad astenersi dal proporre l'operazione nel caso di mancanza e/o insufficienza di informazioni dal cliente che ne impediscono la profilatura finanziaria. Ne consegue che, nell'ipotesi di mancanza o carenza di informazioni dal cliente che ne ostacolano la profilatura di sostenibilità, la legge consente la distribuzione di strumenti finanziari in generale, *ergo* anche quelli la cui

²⁹ In proposito la Commissione, nel Piano di azione per la finanza sostenibile (7) evidenzia che, non ostante la presenza di tale raccomandazione nel *Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* dell'ESMA, a causa della sua natura non vincolante gli intermediari sono restii ad implementarla adeguatamente.

attività economica sottostante presenti caratteristiche di sostenibilità, quando l'intermediario disponga di informazioni sufficienti a delineare il profilo finanziario dell'investitore e gli strumenti in questione, in seguito alla valutazione di adeguatezza, risultino idonei a tale profilo.

In aggiunta, il Regolamento 2017/565, nel perseguire l'obiettivo regolatorio del sostegno della finanza alla sostenibilità, cerca di rafforzare, rispetto ai progetti che lo hanno preceduto, la capacità di *enforcement* delle integrazioni regolative in materia di sostenibilità, optando nell'ultima versione, all'interno delle regole sulla valutazione di adeguatezza, per l'equiparazione delle preferenze di sostenibilità agli obiettivi di investimento del cliente e non (come nelle versioni del 2019 e del 2020³⁰) alle altre caratteristiche personali. Tale scelta ha due implicazioni consequenziali. La prima è che, se il cliente o potenziale cliente manifesta preferenze di sostenibilità, la legge obbliga gli intermediari a tenerne sistematicamente conto nel processo di selezione degli strumenti finanziari da raccomandare o offrire a detto cliente e a conciliarle con le esigenze finanziarie del medesimo. La seconda è che il non tener conto da parte dell'intermediario in sede di *suitability assessment* delle preferenze di sostenibilità dichiarate dal cliente, data la relativa equiparazione agli obiettivi di investimento legislativamente imposti quale parametro di valutazione dell'adeguatezza, è suscettibile di configurarsi come fattispecie di responsabilità dell'intermediario per violazione delle regole di condotta, precisamente per violazione dell'obbligo di idoneità di cui all'art. 25, par. 2, della MiFID II, quanto meno allorché l'adeguamento alle preferenze di sostenibilità non comprometta la conformità agli obiettivi finanziari del cliente³¹.

³⁰ Come invece previsto nelle versioni del regolamento del 2019 e del 2020.

³¹ Cfr. MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, cit., 28 ss.; COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Framework*, in Busch, Ferrarini e Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe*, 2021, Palgrave MacMillan, 445 ss., in part. 457 s..

Sebbene manchi una previsione espressa da parte del legislatore, va da sé che le preferenze di sostenibilità dovranno essere considerate anche in occasione della valutazione periodica di adeguatezza sia là dove queste abbiano rappresentato un parametro per la valutazione di adeguatezza iniziale, sia nelle ipotesi di cambiamenti nel profilo di sostenibilità del cliente dovuti, per esempio, ad una sua successiva sensibilizzazione verso i temi della sostenibilità o al contrario ad un intervenuto disinteresse per i medesimi temi, sia nel caso di cambiamenti nelle caratteristiche di sostenibilità del prodotto conseguenti, per esempio, ad un aumento del rischio di sostenibilità per l'investimento.

Infine, il testo rinnovato dell'art. 52 del Regolamento 2017/565 impone (naturalmente con riferimento alla distribuzione di strumenti finanziari ammissibili valutati come adeguati sia al profilo finanziario sia alle preferenze di sostenibilità del cliente) agli intermediari che prestano il servizio di consulenza di integrare la dichiarazione di adeguatezza da fornire prima della conclusione dell'operazione proposta, inserendo una spiegazione dei motivi per cui la raccomandazione risulti adeguata, oltre che al profilo finanziario, anche al profilo di sostenibilità del cliente.

Relativamente alla rendicontazione periodica di adeguatezza, atteso che il Regolamento 2017/565 prevede che le relazioni successive alla definizione iniziale del servizio possano riguardare solo le modifiche intervenute nei servizi o strumenti in questione e/o nelle circostanze del cliente e non necessariamente devono ripetere tutti i dettagli della prima relazione, la spiegazione dei motivi della permanenza nel tempo dell'adeguatezza dell'investimento alle preferenze di sostenibilità del cliente è dovuta solo in caso di cambiamenti intervenuti nel profilo di sostenibilità del cliente oppure nelle caratteristiche di sostenibilità del prodotto.

3. Dall'analisi condotta emerge con tutta evidenza una forte spinta del legislatore comunitario a favore del coinvolgimento della finanza nello sviluppo

sostenibile. Tale spinta si traduce con riferimento alla disciplina esaminata, nella definizione di un regime favorevole agli investimenti sostenibili, basato sull'inclusione delle preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento del cliente e sull'adozione, per la distribuzione di strumenti che finanziano attività economiche sostenibili, di un modello orientato al prodotto di minore tutela per l'investitore rispetto al modello orientato al cliente imposto invece per la distribuzione di strumenti finanziari *tout court*.

Non c'è dubbio che questa decisione del legislatore sia mossa da considerazioni apprezzabili, anche se la sua applicazione andrà testata e monitorata attentamente, poiché è altrettanto verosimile che essa possa essere foriera di situazioni di pericolo per gli investitori offrendo agli intermediari nuove opportunità per pilotare le preferenze di sostenibilità dei primi a proprio vantaggio.

Le linee guida dell'ESMA potrebbero contribuire ad arginare questo rischio nella ricerca di un adeguato bilanciamento tra i due obiettivi regolatori: quello della protezione dell'investitore finanziario proprio della disciplina di derivazione MiFID II e quello della sostenibilità a cui sono finalizzate le modifiche esaminate a tale normativa. Tuttavia, saremmo troppo ottimisti nel credere che la potenziale divergenza tra i due obiettivi regolatori che il comportamento degli intermediari è in grado, nel concreto, di generare possa essere mitigato da disposizioni per di più a carattere non vincolante³², poiché inevitabile è il conflitto tra l'interesse dell'investitore e l'interesse dell'intermediario naturalmente connesso allo svolgimento di attività finanziarie. Probabilmente dire che il compito di perseguire un obiettivo sociale, come quello della sostenibilità, non possa essere affidato alla finanza privata ma esclusivamente a istituzioni ed enti finanziari pubblici (come la Banca Europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti) sarebbe contro corrente e anacronistico. L'Europa ha fatto una scelta diversa diretta al

³² Cfr. PERRONE, CARDANI, *Investment Services and the Risks of Sustainable Finance*, cit., 34.

coinvolgimento e alla sensibilizzazione di tutti gli attori del mercato finanziario per i temi legati alla sostenibilità³³. Pertanto, solo l'applicazione pratica della riforma esaminata e la valutazione dei relativi effetti ci consentiranno di capire se il diritto comunitario sia riuscito a guidare gli operatori finanziari verso un giusto equilibrio tra tutela dell'investitore e incentivo alla sostenibilità.

Maria Elena Salerno

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Siena*

³³ V. *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)*, cit., 2.

SOSTENIBILITÀ E *DISCLOSURE* NEI MERCATI FINANZIARI: UNO SGUARDO OLTRE LE APPARENZE *

(Sustainability and disclosure in financial markets: a look beyond appearances)

ABSTRACT: *L'articolo si propone di esaminare la ratio delle normative emanate a livello europeo al fine di introdurre la tematica della sostenibilità e dei fattori ESG nell'ordinamento del mercato finanziario. Di là da una prima sensazione, emerge con nettezza la scelta legislativa di affidare il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità agli investitori istituzionali (e agli intermediari finanziari, in genere) e di inserire tali normative nel solco dello schema classico della mandatory disclosure e dei suoi tradizionali parametri di riferimento (quali, prezzi e rendimenti). Ne consegue che tali scelte regolatorie risentono inevitabilmente dei limiti della strategia nella quale esse si inseriscono.*

The article aims to examine the rationale of the regulations issued at European level in order to introduce the topic of sustainability and ESG factors into the financial market system. Beyond a first sensation, it is clear that the legislative choice is to entrust the achievement of sustainability objectives to institutional investors (and financial intermediaries in general) and to insert these regulations in the wake of the classic scheme of mandatory disclosure and its traditional reference parameters (such as prices and returns). It follows that these regulatory choices are inevitably affected by the limits of the strategy in which they are placed.

SOMMARIO: 1. Le diverse accezioni del termine “sostenibilità” – 2. Il concetto di “sostenibilità” adottato nei principali provvedimenti normativi europei riguardanti i mercati finanziari – 3. La

* Contributo approvato dai revisori.

strategia normativa adottata a livello europeo: il c.d. *mandatory disclosure system* – 4. Il ruolo degli investitori istituzionali e il mancato superamento dei tradizionali parametri economici – 5. La posizione degli investitori finali e i limiti della strategia normativa.

1. Il presente contributo, dedicato al tema della sostenibilità nell'ordinamento dei mercati finanziari, punta a sollecitare la riflessione su due profili tra di loro collegati. Il primo attiene al concetto di sostenibilità, l'altro alla disciplina che si va delineando nei più significativi provvedimenti adottati in materia dall'Unione Europea.

Dal primo punto di vista, come suggerisce anche l'imponente massa di studi e ricerche (non solo a carattere giuridico) sulla sostenibilità, spesso incardinati in diversi filoni di ricerca o profili di indagine, la constatazione di partenza – per quanto oramai ovvia, comunque, da ribadire – è rappresentata dalle diverse accezioni attribuibili al termine “sostenibilità”.

Intanto, la sostenibilità è un concetto utilizzato in diverse scienze, non solo giuridiche (si pensi, per esempio, a quelle economiche, sociali o ambientali), e, dunque, che di per sé assume significati diversi a seconda dei contesti scientifici in cui è utilizzato. Ne è riprova il fatto che, dal punto di vista economico-aziendalistico, la sostenibilità evoca una prospettiva legata all'attività d'impresa, che deve essere svolta in un'ottica di continuità e cioè garantendo un equilibrio economico-finanziario nel medio e lungo periodo. Di qui, poi, il passo è breve per istituire, nella prospettiva giuridica, un collegamento tra sostenibilità così intesa e assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati degli imprenditori collettivi (art. 2086, comma 2, c.c.)¹. Se, invece, si adotta la prospettiva delle scienze ambientali o sociali, allora necessariamente si deve guardare fuori dai confini dell'attività di impresa e al

¹ E v. infatti su questo profilo A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in questa *Rivista*, 1/2022, suppl. 3, p. 88 s.

contesto socio-ambientale in cui quest'ultima si svolge².

Da questa prima constatazione si ricava che cercare di delineare i confini della sostenibilità, senza contestualizzare il concetto, non solo avrebbe poco senso, ma finirebbe per tradursi in un esercizio teorico privo di una valenza significativa dal punto di vista giuridico³.

Costituisce emblema del rischio appena paventato ricordare che già nell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile («Agenda 2030»), adottata il 25 settembre 2015 dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite e finalizzata ad adottare un nuovo quadro mondiale di sviluppo sostenibile imperniato sugli obiettivi di sviluppo sostenibile («OSS»), non solo si allude alle tre dimensioni della sostenibilità – economica, sociale ed ecologico-ambientale –, ma si finisce per individuare ben diciassette obiettivi per lo sviluppo sostenibile (cc.dd. *Sustainable Development Goals, SDGs*), a loro volta calati in un programma d'azione ancor più vasto, rappresentato da ben centosessantanove traguardi (cc.dd. *targets*), da raggiungere appunto entro il 2030⁴.

2. Limitando il campo di osservazione ai recenti provvedimenti normativi che, a livello europeo, sono stati dedicati alla sostenibilità nell'ambito del mercato finanziario, la prospettiva adottata non può che essere quella che guarda all'esterno dell'impresa ossia al contesto entro il quale essa opera. Tuttavia, pure limitatamente

² Per queste due dimensioni del concetto di sostenibilità v. M. STELLA RICHTER jr., Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, p. 30 e ID., Corporate Sustainability Due Diligence: *noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 721 s.; R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca e borsa*, 2023, I, p. 6 s.; cfr. pure M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1352, il quale distingue due prospettive, dalle quali guardare al fenomeno della sostenibilità, declinandole in termini di «gestione dell'impresa» e «gestione di patrimoni altrui».

³ Anche perché, come rilevato da ultimo da M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in corso di pubblicazione su *Banca e borsa*, 2024, I, par. 1, «la parola “sostenibile”, di per sé, non significa nulla, come tutti gli aggettivi relazionali».

⁴ Al riguardo, discorre di una nozione di sostenibilità «omnicomprensiva» N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. Massa, Torino, 2019, p. 81.

a questa dimensione, l'accezione di sostenibilità che accolgono i vari provvedimenti normativi non è del tutto univoca e, comunque, risente di una certa ampiezza, derivante dall'utilizzo di lunghi elenchi, come da tempo ci ha abituato il legislatore europeo. A fronte di ciò, sono destinati inevitabilmente ad acquisire una mera valenza descrittiva quei tentativi definitivi che cercano di definire la sostenibilità, in ambiente giuridico, mediante nozioni riassuntive⁵.

Una rapida rassegna dei principali provvedimenti che interessano in questa sede conferma ciò che si sta sostenendo. Si tratta, volendo circoscrivere il discorso solo ai provvedimenti più recenti adottati a livello europeo⁶, soprattutto della Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022⁷, in tema di rendicontazione societaria di sostenibilità (c.d. *Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD), del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR)⁸ e del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 (c.d. *Taxonomy Regulation*), relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento

⁵ Si veda, per esempio, il tentativo di R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, cit., 7, i quali individuano nella sostenibilità «la possibilità che in un orizzonte temporale sufficientemente lungo le esternalità dell'attività d'impresa siano tali da non pregiudicare gli equilibri ambientali, sociali e di buon governo». Gli stessi Autori peraltro segnalano l'ampiezza e la vaghezza di tale concetto.

⁶ Resta volutamente sullo sfondo in questa analisi, in quanto non ancora definitivamente approvata (nel momento in cui si scrive), la Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 (c.d. *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CSDDD), il cui iter ha incontrato sinora non poche difficoltà: cfr., da ultimo, U. TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 344 s.

⁷ Che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE.

⁸ Il 14 settembre 2023 la Commissione Europea ha peraltro avviato due consultazioni, una mirata (*targeted consultation*) e una pubblica (*public consultation*), in relazione al Regolamento (UE) 2019/2088, al fine di acquisire dagli *stakeholders* il loro parere circa la conformità delle regole adottate ai loro bisogni e alle loro aspettative e valutare una possibile revisione delle stesse regole.

(UE) 2019/2088⁹.

Ebbene, le tre dimensioni della sostenibilità più sopra evocate – che nella terminologia anglosassone sono solite essere designate con i termini *Environment, Social, Governance*, ovvero con l’acronimo, ormai di dominio pubblico, ESG (al quale, d’ora in avanti, si farà riferimento per ragioni di praticità) – compaiono quasi come formule sacrali nei considerando dei richiamati provvedimenti [in particolare, nel considerando n. 28 della Direttiva (UE) 2022/2464 e nel considerando n. 2 del Regolamento (UE) 2020/852].

Se ci si addentra poi nelle norme, il livello di dettaglio cresce esponenzialmente.

Così, nel Regolamento (UE) 2019/2088, l’inquadramento dei «fattori di sostenibilità» è fornito innanzitutto dall’art. 2, n. 24) – richiamato anche dall’art. 1, n. 2), lett. b) della Direttiva (UE) 2022/2464 – che li qualifica come «le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva». A sua volta, la nozione di «investimento sostenibile» ex art. 2, n. 17), è splittata in due tronconi, a seconda che l’investimento in un’attività economica contribuisca a un obiettivo ambientale o sociale. Nel primo caso, l’obiettivo può essere «misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla

⁹ Si potrebbe aggiungere a tale rassegna il Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione. Tali norme specificano, in particolare, «i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio “non arrecare un danno significativo”» e «il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche». Per una recente rassegna dei principali provvedimenti in materia di finanza sostenibile v. D.D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o oppello accessorio?*, in *Banca e borsa*, 2023, I, p. 610 s., nt. 1.

biodiversità e l'economia circolare». Nel secondo caso, si tratta di «un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate». Per tutti gli investimenti, qualunque sia la loro natura, si richiede che essi «non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

Anche il Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Taxonomy Regulation*), all'art. 3, declina una molteplicità di *criteri* e *obiettivi*, sebbene circoscritti alla dimensione dell'*ecosostenibilità delle attività economiche*¹⁰. In particolare, «al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un'attività economica è considerata ecosostenibile se: a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16» e al contempo «b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17»¹¹. E gli obiettivi ambientali, ai sensi dell'art. 9, sono sei: «a) la mitigazione dei cambiamenti climatici;

¹⁰ E pur nella consapevolezza che esistono «altri obiettivi di sostenibilità, come gli obiettivi sociali», cui «estendere l'ambito di applicazione del presente regolamento al di là delle attività economiche ecosostenibili» (art. 26, par. 2, lett. b).

¹¹ Dunque, l'attività economica, per essere considerata ecosostenibile, non può limitarsi a *non arrecare un danno significativo* agli obiettivi ambientali, ma deve al contempo *contribuire in modo sostanziale* al raggiungimento quantomeno di uno di essi, oltre a dover essere: c) «svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18», ossia delle «procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo»; d) «conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2». In tema v. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 615 ss.

b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi».

Una simile mole di obiettivi e dimensioni dà alla sostenibilità un significato ampio e secondo alcuni al limite della contraddittorietà¹², peraltro – come anche si osserva da più parti¹³ – eccessivamente declinato in prospettiva ambientale (*rectius*: climatica) a scapito delle altre dimensioni della sostenibilità.

3. Dal punto di vista della disciplina, sembra che l'assenza di univocità sul fronte definitorio forse non giustifichi, ma quantomeno spieghi la natura delle norme contenute nei suddetti provvedimenti. Non si tratta di veri e propri precetti cogenti, che impongano il perseguimento di finalità ecosostenibili, giacché sarebbe difficile giustificare e adottare simili precetti in assenza di una chiara delimitazione della fattispecie. Si tratta, di converso, di disposizioni che richiedono una determinata informazione aggiuntiva in merito all'eventuale adozione di comportamenti e scelte orientate a tali finalità, rimettendo poi al mercato (in primo luogo, agli investitori, ma anche ai consumatori¹⁴) le necessarie valutazioni¹⁵.

¹² Cfr. N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, cit., p. 80 s., la quale allude a un concetto «talora sfuggente»; M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, cit., p. 31 ss.; ID., *Corporate Sustainability Due Diligence*, cit., 722 s.; S. CAPPIELLO, *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili: chi decide e sulla base di quali informazioni?*, in questa *Rivista*, 4/2022, I, p. 465 ss., specie 482; R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, cit., 10; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca e borsa*, 2023, I, p. 571; M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, p. 424 s. e 438.

¹³ In tal senso, per esempio, C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in questa *Rivista*, 4/2022, suppl., p. 83 s., S. QUADRI, *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, in questa *Rivista*, 4/2022, I, p. 406 ss., specie p. 411 s. e 444 s., R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, cit., 16 s., i quali evocano l'opportunità di considerare il (solo) fattore E in luogo dei fattori ESG.

¹⁴ Sul ruolo dei consumatori nell'effettuare scelte di consumo coerenti con i valori della sostenibilità v. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e*

Questa è, per esempio, l'impostazione della Direttiva (UE) 2022/2464, che introduce nella Direttiva 2013/34/UE la c.d. *rendicontazione di sostenibilità*¹⁶, definita come «la rendicontazione di informazioni relative a questioni di sostenibilità conformemente agli articoli 19 bis, 29 bis e 29 quinquies» (art. 1, n. 2, lett. b, n. 18)¹⁷.

Analoga impostazione si rinviene nel Regolamento (UE) 2020/852 (*Taxonomy Regulation*), che ruota intorno alla *trasparenza*, da rendere mediante informative precontrattuali e relazioni periodiche, *degli investimenti ecosostenibili* (art. 5), *dei prodotti finanziari che promuovo caratteristiche ambientali* (art. 6) ovvero *di altri prodotti finanziari* (art. 7), nonché alla *trasparenza*, da raggiungere mediante le dichiarazioni di carattere non finanziario, delle attività d'impresa «associate ad

contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio, in *Riv. dir. banc.*, 2022, I, p. 513.

¹⁵ Per analoghi ragionamenti v. M. STELLA RICHTER jr., *Corporate Sustainability Due Diligence*, cit., 718 ss., secondo cui anche la Proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, pur tentando di abbandonare un approccio di mercato puro e semplice, segna «un distacco ancora embrionale e incerto»; cfr. pure M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 73 s.; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, cit., p. 607 s., il quale sottolinea la tecnica regolatoria volta a incentivare o disincentivare, a seconda dei casi, determinati comportamenti, senza imporli; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in questa *Rivista*, 1/2022, I, p. 24, il quale sottolinea l'assenza «di una specifica coerenza degli obblighi che danno contenuto ad un *agere sostenibile*»; D.D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria*, cit., p. 615. Più in generale per la rilevanza che assumono, nell'ambito della disciplina europea sulla finanza sostenibile, tanto i principi generali quanto soprattutto gli *standards di soft law* v. G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 332 ss.; M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law: la disciplina europea sulla finanza sostenibile e l'inizio di una nuova stagione per il 'Brussels effect'?*, in questa *Rivista*, 3/2023, I, p. 338 ss. e p. 358 ss.

¹⁶ Che prende il posto della *dichiarazione di carattere non finanziario* – contenente «almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività» – a sua volta introdotta nella Direttiva 2013/34/UE dall'art. 1, n. 1, della Direttiva 2014/95/UE.

¹⁷ Nello specifico, l'art. 19 bis dispone che: «Le imprese di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese, che sono enti di interesse pubblico ai sensi dell'articolo 2, punto 1), lettera a), includono nella relazione sulla gestione informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione».

attività economiche considerate ecosostenibili» (art. 8)¹⁸.

Sulla stessa linea, infine, si muove il Regolamento (UE) 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) richiedendo specifiche informazioni sulle tematiche in esame in capo ai “partecipanti ai mercati” (ossia, genericamente, agli intermediari finanziari). Esso, come dichiarato nell’art. 1, punta ad armonizzare la trasparenza da parte dei partecipanti ai mercati finanziari (e dei consulenti finanziari) in merito all’«integrazione dei rischi di sostenibilità» e alla «considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari»¹⁹.

Una riflessione, anche rapida, su questi provvedimenti mostra come si tratti in fin dei conti di una strategia, quella per ora adottata dal legislatore europeo in tema di sostenibilità, che si muove nel solco dell’informazione da fornire al mercato in merito alle politiche adottate in relazione ai fattori ambientali e sociali²⁰. In definitiva,

¹⁸ Cfr. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, cit., p. 615 ss.

¹⁹ Si consideri a titolo esemplificativo l’art. 3 (sul quale v. M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3), nonché, in relazione alla trasparenza relativa ai prodotti finanziari e all’informativa precontrattuale, gli artt. 7, 8 e 9 (su cui v. D.D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria*, cit., p. 611 ss.); al riguardo v. pure A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al greenwashing*, cit., p. 523 ss., M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law*, cit., p. 350 s. e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, 12^a ed., Torino, 2023, p. 321 ss.

²⁰ Al riguardo v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., p. 308 ss.; per un’analoga conclusione, con specifico riferimento alla (Proposta di) *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), M. RESCIGNO, *Note sulle «regole» dell’impresa «sostenibile». Dall’informazione non finanziaria all’informativa sulla sostenibilità*, in AGE, 2022, p. 168 e 179 ss.; in tema cfr. pure G.B. PORTALE, *La Corporate Social Responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca e borsa*, 2022, I, p. 953; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, cit., p. 609 ss.; M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law*, cit., p. 347 ss., il quale tuttavia giunge a una conclusione in parte diversa con riguardo al Regolamento SDFR, valorizzando il disposto dell’art. 4, par. 3, che richiede ai partecipanti ai mercati finanziari di maggiori dimensioni di considerare «i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità». Tuttavia, la norma citata impone a questi intermediari solo di pubblicare e aggiornare «sui propri siti web una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità». E, dunque, ancora

ciò che si prevede è un (semplice) arricchimento dell'informazione obbligatoria, che comprende oggi anche i fattori ESG, tanto da potersi concludere che il legislatore europeo si muova ancora una volta nel solco del c.d. *mandatory disclosure system*²¹.

Ciò premesso, ci si può chiedere se questo specifico arricchimento dell'informazione obbligatoria da fornire al mercato abbia degli effetti specifici sui paradigmi tradizionali che caratterizzano il suddetto sistema, fondato sulla trasparenza di prezzi, rendimenti e rischi insiti nei prodotti finanziari immessi sul mercato e destinati ad essere scambiati²².

4. La ragione dell'interrogativo appena sollevato è rappresentata dalla comune percezione di un conflitto, più o meno evidente a seconda dei punti di vista, tra i principi classici del profitto e del lucro, che caratterizzano l'attività d'impresa, e i fattori di sostenibilità ESG²³ o anche tra un concetto di valore puramente economico, misurato con i tradizionali paradigmi di mercato del rendimento e del prezzo, e un concetto di valore in chiave ambientale, sociale ed etica, che implicherebbe uno

una volta la valutazione di una simile condotta è rimessa al mercato attraverso l'obbligo, per i partecipanti allo stesso, di diffondere informazioni al pubblico.

²¹ Cfr. S. CAPPIELLO, *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili*, cit., p. 476 ss., il quale osserva che la strategia regolamentare del legislatore europeo in termini di *adempimenti informativi cogenti* si origina dall'inefficienza dei mercati finanziari e dal conseguente *fallimento* che ne è scaturito; v. pure, con specifico riferimento all'esigenza di contrastare il fenomeno del c.d. *greenwashing*, A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing*, cit., p. 515 ss.

²² Non potendosi in questa sede indugiare sui capisaldi del *mandatory disclosure system*, sia consentito il semplice rinvio ai classici studi di R.J. GILSON and R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 1984, vol. 70, p. 549 ss., F.H. EASTERBROOK and D.R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, ivi, p. 669 ss., J.C. COFFEE jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, ivi, p. 717 ss.

²³ Nella dottrina italiana cfr., per esempio, le premesse dei due studi monografici di R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020, p. 7 ss. (v. pure p. 210, ove nelle conclusioni l'A. qualifica come «aporia» l'interrogativo «se lo scopo della società sia la massimizzazione del profitto a beneficio dei soci oppure anche la cura degli interessi rilevanti per gli interlocutori delle società e, in ultima analisi, per l'intera società») e A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023, p. 15 ss.; cfr., commentando recenti iniziative delle istituzioni della Chiesa cattolica, M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili*, cit., p. 53 ss., specie 60 s.

scostamento da tali paradigmi²⁴.

L'antinomia, per quanto apparentemente inappuntabile sul piano teorico, merita forse un supplemento di riflessione alla luce della precedente panoramica sui principali provvedimenti normativi europei in materia di sostenibilità, se non altro per chiarire se effettivamente l'attuale ordinamento del mercato finanziario la abbia accolta in termini così netti, come sovente la si prospetta.

Occorre innanzitutto chiarire i termini del discorso, sgombrando il campo da un possibile equivoco.

In effetti, anche coloro che evidenziano la discordanza tra i suddetti paradigmi non mancano di convenire sulla considerazione per la quale strategie e condotte gestorie degli amministratori volte a perseguire anche gli interessi degli *stakeholders* non è detto che contrastino ed anzi possono essere, quantomeno in un orizzonte di medio-lungo periodo²⁵, coerenti con la logica della massimizzazione del profitto per gli azionisti²⁶.

²⁴ Di un concetto di valore «riconducibile al rispetto delle persone, dell'ambiente e del territorio nel quale è insediata» l'impresa e di un nuovo «paradigma imprenditoriale» scrive, con specifico riferimento al *principio di sostenibilità*, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, cit., p. 5 s. (dello stesso Autore v. pure ID., *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in questa Rivista, 2/2021, I, p. 243 ss. e 261); in tema v. anche G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, cit., p. 327 ss. e 332 ss., il quale discorre di «valore sociale» come concetto distinto dal «valore dell'impresa»; da una prospettiva non troppo distante, allude «a nuove strutture di mercato e dinamiche economiche armoniose e socialmente valide» M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili*, cit., p. 78; per un approccio alla sostenibilità basato su un nuovo modello di mercato e, in particolare, sul «nuovo paradigma dell'economia circolare» cfr. infine L. AMMANNATI (e A. CANEPA), *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in questa Rivista, 4/2022, suppl., p. 143 ss.

²⁵ Per una critica alle «virtù salvifiche» del *long-termism* v. tuttavia M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, cit., p. 16 ss., specie 38 ss.

²⁶ Cfr., per esempio, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 304 ss. e 319; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 53, richiamando le tesi del padre della *shareholder value theory*, Milton Friedman; U. TOMBARI, *Corporate social responsibility (CSR), environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, p. 226 s. (nonché ID., *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, cit., p. 351); E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 3 s., richiamando il concetto di «*stakeholderism* meramente "strumentale"»; F. CAPRIGLIONE,

D'altra parte, secondo una prospettiva ancor più netta, non può negarsi che l'obiettivo primario di una qualunque attività d'impresa resti la creazione di valore – inteso nel senso tradizionale di valore economico – per coloro che intraprendono l'iniziativa economica. In questa prospettiva sarebbe dunque fallace credere che, allo stato delle norme attualmente vigenti²⁷, questo secondo obiettivo possa essere posposto, ma neppure uguagliato dal perseguimento degli interessi degli *stakeholders* e, più in particolare, dei fattori ESG²⁸.

Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile, cit., specie p. 16 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, cit., p. 85 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 79; M. DE POLI, *La governance dei mercati finanziari*, in questa *Rivista*, 4/2022, suppl. p. 130 ss., specie 134 s.; F. DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance: dagli investitori agli stakeholder*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 312 (pur con qualche dubbio); M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 568 s.; più di recente, lo hanno evidenziato G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, cit., p. 329 ss. e M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 1 e 3, con specifico riferimento al codice italiano di *corporate governance* delle società quotate del gennaio 2020 – ove si legge una definizione di *successo sostenibile* ambivalente, come un «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società». Nella dottrina straniera si vedano soprattutto i saggi di M.C. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *Bus. Ethics Q.*, 2002, vol. 12, no. 2, p. 235 ss. (il quale ha ideato la teoria della c.d. *Enlightened Value Maximization*), e di L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL e R. TALLARITA, *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?*, in *Bus. Lawyer*, 2022, vol. 77, p. 731 ss., i quali, seppur in senso critico rispetto alla teoria dell'*Enlightened Shareholder Value*, sostengono la sostanziale equivalenza, sotto il profilo operativo, di quest'ultima rispetto alla *Shareholder Value*, conducendo i due approcci alle medesime scelte gestorie.

²⁷ Tralasciando in particolare la Proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, la quale – una volta approvata – potrebbe porre una parziale attenuazione della conclusione riportata nel testo: e v. L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 312 ss.; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, cit., p. 184 ss.; nonché M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3; cfr. pure S. CAPPIELLO, *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili*, cit., specie 479 ss., in senso critico; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 572 ss.; G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, cit., p. 334 s. e 337; per un ridimensionamento delle novità ivi contenute v. comunque la posizione già richiamata di M. STELLA RICHTER jr., *Corporate Sustainability Due Diligence*, cit., specie p. 720 ss., e, sulla stessa linea, quella di E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo*, cit., p. 14 ss.

²⁸ A una simile conclusione pervengono, *ex multis* e con varietà di accenti, ma tutti sostanzialmente condividendo la posizione preminente dell'interesse (lucrativo) dei soci rispetto ad altri interessi di soggetti esterni alla società, N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, cit., p. 87 ss. e 93 ss.; C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, p. 218 ss.; G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post Covid-19 (con uno sguardo all'art. 41*

Pure così precisata (per non dire ridimensionata) la tendenza a perseguire i fattori socio-ambientali nella gestione d'impresa, un supplemento di riflessione sulla reale valenza di tali fattori nelle logiche dei mercati finanziari si impone. In effetti, l'interrogativo al quale si intende fornire una risposta è se, effettivamente, la strategia alla quale siamo oggi di fronte sottintenda un paradigma diverso da quello tradizionale che esprime il valore (di mercato) dei prodotti finanziari, mediante i consueti criteri del prezzo e del rendimento.

Riprendendo le fila del precedente discorso, può essere utile al riguardo individuare chi siano i principali destinatari delle informazioni obbligatorie sull'adozione e sul perseguimento degli obiettivi di ecosostenibilità che l'ordinamento del mercato finanziario impone di fornire. Al riguardo, è sufficiente leggere la lettera del 2022 di Larry Fink, amministratore delegato del colosso dell'*asset management* BlackRock, rivolta ai CEOs delle società in cui i propri clienti (ossia i fondi) hanno investito, dal titolo *The Power of Capitalism*²⁹, per comprendere che l'informazione sui fattori ESG è prioritariamente destinata agli investitori istituzionali, i quali sono i reali interessati a questo tipo di informazioni³⁰. Si tratta di un punto oramai acquisito nel dibattito scientifico italiano³¹ e che trova conferme nel dato comparativo. La

della Costituzione), in *Banca e borsa*, 2021, I, p. 29 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, specie p. 449 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, cit., p. 31 ss.; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1353 s.; M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, specie p. 337 ss. e 362 ss.; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo*, cit., p. 25 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 85 ss.; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 2 e 3.

²⁹ La si può leggere sul sito <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

³⁰ Significativo è il paragrafo dal titolo *Capitalism and sustainability*, ove si legge che «Every company and every industry will be transformed by the transition to a net zero world. The question is, will you lead, or will you be led?».

³¹ V., soprattutto, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1354 ss., al quale si rinvia pure per l'approccio teso ad accogliere una nozione ampia di investitori istituzionali, che si distacca dalla definizione circoscritta dell'art. 124-*quater*, comma 1, lett. b), t.u.f.

migliore dottrina statunitense ha messo in luce come negli Stati Uniti l'introduzione dell'informativa ESG sia stata spinta proprio dalla pressione dei grandi investitori istituzionali³².

L'ulteriore passaggio del ragionamento impone di rispondere a un altro interrogativo: chiedersi cioè perché gli investitori istituzionali sono così interessati alla trasparenza sui fattori ESG.

Si potrebbe pensare che gli investitori istituzionali siano animati da intenzioni, per così dire, altruistiche o filantropiche o ancora, per riprendere le parole utilizzate nei titoli di due recenti articoli scientifici³³, dalla volontà di *salvare il mondo (o il pianeta)*. Forse qualcuno potrebbe sperarlo, ma è fin troppo evidente che le cose non stiano in questi termini³⁴. Ciò che anima gli investitori istituzionali – quantomeno quelli diversi dai cc.dd. “fondi etici”, che in quanto tali sono obbligati a investire in strumenti e prodotti finanziari conformi a fattori “etici” e di ecosostenibilità, richiamati nei propri regolamenti³⁵ – è sempre la tradizionale legge economica di ambire a investire in prodotti finanziari e dunque in società ed attività d'impresa che assicurino, sebbene a livello aggregato o di portafoglio (come si dirà subito appresso),

(ivi, p. 1352 s., nt. 10); G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., p. 54 ss. (nonché ID., *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in AGE, 2022, p. 150 s.); M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., p. 405 ss.; cfr. pure M. STELLA RICHTER jr., *Corporate Sustainability Due Diligence*, cit., 725; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 95 s.; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, cit., p. 622; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 580 s. e 596; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3; D.D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria*, cit., p. 615 s.

³² Ci si riferisce all'articolo di J.C. COFFEE jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2021, vol. 2021, p. 602 ss.

³³ G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit. e C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit.

³⁴ Del resto, lo stesso Larry Fink, nella sua lettera *The Power of Capitalism* (citata più sopra nel testo), afferma che: «We focus on sustainability not because we're environmentalists, but because we are capitalists and fiduciaries to our clients».

³⁵ Per alcuni cenni al riguardo v. M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3 e G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, cit., p. 151.

un più alto rendimento o, a parità di rendimento, un minor rischio³⁶.

Più in dettaglio, la dottrina ha colto le ragioni che spiegano questo desiderio degli investitori istituzionali di avere maggiori “informazioni ESG”. Esse sono individuate sostanzialmente in logiche economiche, come per esempio il c.d. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e, dunque, in valutazioni che scontano sempre le consuete variabili di rendimento e rischio dei prodotti finanziari, nonché nel fatto che tali investitori gestiscono patrimoni investiti simultaneamente in strumenti finanziari emessi da società concorrenti (è il c.d. fenomeno del *common ownership*). In particolare, se i patrimoni gestiti sono costituiti da ampi portafogli di strumenti finanziari, è logico che gli investitori istituzionali prendano le loro decisioni di investimento e di voto ragionando a livello di portafoglio e mirando ad aumentarne il valore complessivo, piuttosto che provando a massimizzare il valore dei singoli strumenti finanziari³⁷. La loro preoccupazione – si è aggiunto³⁸ – risiede pur sempre nella circostanza che il mercato stia incorporando accuratamente i rischi ambientali,

³⁶ Cfr., per delle considerazioni che vanno nella direzione indicata nel testo, G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., p. 61 (v. pure ID., *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, cit., p. 145 s. e 150 s.); M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1357 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 82 s. e 96 s., citando il passaggio della lettera di Larry Fink, *The Power of Capitalism*, richiamato *supra* alla nt. 34; M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., p. 427 ss.; M. GARGANTINI (e M. SIRI), *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 641 s., pur ammettendo l'esistenza di un differente scenario, c.d. “inside-out”.

³⁷ Così, soprattutto, J.C. COFFEE jr., *The Future of Disclosure*, cit., specie p. 609 s., il quale ha altresì evidenziato che gli investitori *retail* hanno diverse esigenze informative e differenti obiettivi (*ivi*, 622 ss.). Si veda anche il considerando 19 del Regolamento (UE) 2019/2088: «La considerazione dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali in materia di investimenti e nei processi di consulenza può produrre vantaggi che non si limitano ai mercati finanziari. Può infatti accrescere la resilienza dell'economia reale e la stabilità del sistema finanziario. Nel fare ciò, può incidere in ultima istanza sul rischio/rendimento dei prodotti finanziari». Nella dottrina italiana v. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1359; G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1110 (nonché ID., *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, cit., p. 150 s.).

³⁸ V. ancora J.C. COFFEE jr., *The Future of Disclosure*, cit., p. 619; cfr. pure F. DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance*, cit., p. 310; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 580; in senso critico, M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., specie 437 ss.

legati al cambiamento climatico, nei prezzi degli strumenti finanziari e ciò perché essi sono particolarmente sensibili al c.d. “rischio sistemico”, contro il quale la diversificazione del portafoglio non li protegge.

D'altra parte, nella medesima direzione sembrano muovere anche gli sforzi tesi a coinvolgere nella valutazione dei fattori ESG i cc.dd. “Sustainability Gatekeepers”, ossia le agenzie di *rating* (non del merito creditizio, bensì) dei fattori ESG³⁹. In particolare, il loro coinvolgimento e le loro valutazioni dovrebbero stimolare una maggiore standardizzazione delle informazioni, che è un presupposto fondamentale affinché tali informazioni possano essere incorporate nei prezzi di mercato degli strumenti finanziari⁴⁰.

5. Resta da chiarire come si pongono gli investitori al dettaglio, cc.dd. *retail*, al cospetto di questa strategia informativa, rivolta prioritariamente agli investitori istituzionali. Sarebbe probabilmente errato ritenere che essi siano disinteressati rispetto al perseguimento o meno delle finalità ESG da parte delle imprese emittenti strumenti finanziari. È innegabile in effetti che vi sia quantomeno una tendenza a preferire da parte degli investitori al dettaglio imprese ecosostenibili⁴¹. Ma forse, anche in questo caso, potrebbe essere illusorio credere che gli investitori *retail* o, almeno, la gran parte di essi siano guidati da intenti ideali o altruistici. Più realistico è

³⁹ Si veda al riguardo la *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities*, presentata dalla Commissione Europea il 13 giugno 2023; per una prima analisi dei principali contenuti della Proposta di Regolamento v. M. GARGANTINI (e M. SIRI), *Informazione derivata e sostenibilità*, cit., p. 643 ss.

⁴⁰ In tema cfr. M. DELL'ERBA e M. DORONZO, *Sustainability Gatekeepers: ESG Ratings and Data Providers*, in *U. Pa. J. Bus. L.*, 2023, vol. 25, p. 355 ss., specie 399, ai quali si rinvia anche per l'espressione di *Sustainability Gatekeepers*; G. STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 840; M. GARGANTINI e M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità*, cit., p. 637 ss., pur adottando un'impostazione tesa a ridimensionare il rapporto tra informazioni relative ai fattori ESG e prezzi di mercato (*ivi*, p. 674 s.).

⁴¹ V., per esempio, G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., p. 61 s. (ID., *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, cit., p. 836); in senso contrario però M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 594 s.

invece credere che essi siano destinati a subire la strategia informativa condotta dai grandi investitori istituzionali. Ciò è vero sicuramente per coloro che investono nelle forme del risparmio gestito – che si “affidano” nel vero senso della parola alle scelte degli investitori istituzionali (*rectius*: dei gestori patrimoniali)⁴² –, ma anche per coloro effettuano investimenti diretti negli strumenti finanziari emessi dalle società quotate le scelte di investimento sono sempre più o meno indotte dagli intermediari finanziari (*sub specie* di banche, imprese di investimento e consulenti finanziari)⁴³ e, in fin dei conti, dettate dal tradizionale rapporto tra rischio e rendimento.

Tirando le fila del precedente discorso, da un lato, non sembra che l’arricchimento dell’informazione obbligatoria, volta oggi ad abbracciare anche i fattori ESG, comporti un significativo scostamento della strategia normativa ad essa sottesa dai suoi tradizionali parametri economici di riferimento, rappresentati dal prezzo, dal rendimento e dal rischio⁴⁴; dall’altro, è sempre più marcata la scelta

⁴² E v. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1355 s.

⁴³ Non sembra in effetti che il discorso fatto nel testo sia destinato a prendere una piega troppo diversa se si muta il campo di osservazione, volgendo lo sguardo alle previsioni in materia di servizi di investimento. In effetti, i fattori di sostenibilità assumono una rilevanza anche nell’ambito delle principali regole di condotta degli intermediari, in specie alle regole in tema di adeguatezza e di *product governance*. Si pensi al Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021, che modifica il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento. Anche qui, però, la logica è sempre quella dell’informazione sui fattori di sostenibilità, sebbene essa – formalmente – passi dapprima per l’acquisizione di informazioni da parte dell’intermediario sulle preferenze in tal senso del cliente-investitore e poi, solo successivamente, per delle scelte *coerenti* da parte degli intermediari in punto di adeguatezza e di *product governance*. Al riguardo, in dottrina v. (L. AMMANNATI e) A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, cit., p. 157 s.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati*, cit., p. 561 s., la quale rileva che la valutazione delle preferenze di sostenibilità del cliente non impedisce comunque di offrire un prodotto finanziario «non sostenibile», purché si superi il vaglio di adeguatezza sotto il profilo finanziario; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3.

⁴⁴ In quest’ottica sembra che vadano colti quegli approcci dottrinali, che, in merito ai profili ESG, non mancano di evidenziare come gli stessi, specie attraverso scelte regolamentari e di politica economica, possano incidere sul *pricing* e sul *fair value* degli strumenti finanziari, arricchendo per l’appunto quel corredo di informazioni obbligatorie che gli emittenti sono chiamati a fornire: in questa prospettiva v. le riflessioni di S. CAPPIELLO, *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili*, cit., specie p. 470 e 478, nonché di R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, cit., 19, con

legislativa di affidare il successo della strategia in esame, ripristinando le qualità “taumaturgiche” del mercato, alla capacità dei suoi principali partecipanti (gli investitori istituzionali e, più in generale, gli intermediari finanziari) di recepire, processare e utilizzare questa mole sempre più imponente di informazioni.

Qui però si presenta il problema chiave, la cui trattazione meriterebbe ben più ampio spazio e che in questa sede può essere solo accennato per chiarirne la portata alla luce del discorso che si è fatto. Invero, anche volendo prescindere dall'intento più o meno ideale che anima gli investitori istituzionali e volendo focalizzare l'attenzione sul dato di fatto del loro interesse per le politiche adottate dagli emittenti in merito al perseguimento dei fattori ESG, da più parti si lamenta una carenza di coerenza sul fronte delle scelte poi concretamente adottate da tali soggetti. In altre parole, non è affatto detto che essi privilegino nelle decisioni di voto⁴⁵, ma ancor prima nelle scelte di investimento, il perseguimento da parte delle società di obiettivi e finalità del genere suddetto⁴⁶. Per far ciò sarebbero necessarie precise scelte di politica legislativa, che al momento mancano, essendo la strategia in materia di fattori ESG impostata, anche in questo caso, su meri obblighi di trasparenza gravanti sugli investitori istituzionali, circa le modalità con le quali essi monitorano gli emittenti sui comportamenti adottati in tali ambiti⁴⁷.

specifico riferimento al portafoglio di strumenti finanziari presenti negli attivi delle banche e, dunque, al «rischio di mercato» cui le banche vanno incontro.

⁴⁵ Ovvero nell'impiego degli altri strumenti a loro disposizione per incidere sulla vita sociale: cfr., al riguardo, M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, cit., par. 3, C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 96 s. e, più diffusamente, M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., p. 408 ss., il quale utilizza al riguardo l'espressione «ESG-shareholding» per distinguerla da quella di «ESG-investing».

⁴⁶ Sul punto cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., specie p. 68 ss. (con posizione ribadita in ID., *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, cit., p. 835 ss.); C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta*, cit., p. 96 ss., la quale attribuisce allo Stato e non alle grandi *corporation* il compito di perseguire le finalità di *sostenibilità ambientale e sociale*; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca e borsa*, 2022, I, p. 381 ss.; M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., p. 418 ss.

⁴⁷ In tal senso, richiamando la previsione dell'art. 124-*quinquies* t.u.f., M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., p. 1355 ss. e 1360, il quale si sofferma sui limiti della

Si tratta di una considerazione critica senz'altro condivisibile, ma che adotta una visione parziale del problema. Quest'ultimo in effetti è più in generale e risiede nei limiti intrinseci dell'intero sistema della *mandatory disclosure*, non circoscritti alla posizione e alle scelte dei fruitori delle informazioni (*id est*: degli investitori)⁴⁸, limiti con i quali qualunque scelta regolatoria che si collochi nel solco di quel sistema è destinata a dover fare i conti.

Francesco Accettella

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Chieti-Pescara

strategia di monitoraggio affidata agli investitori istituzionali in merito al perseguimento da parte degli emittenti di finalità ESG; cfr. pure, ritenendo insufficiente una simile strategia, F. DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance*, cit., p. 301 s. e 309 ss.; sulla stessa scia, per l'orientamento volto a proporre un ridimensionamento, *de iure condendo*, della «capacità di influenza [...] degli investitori istituzionali» v., da ultimo, M. NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, cit., p. 443 ss.

⁴⁸ Sui limiti e sul fallimento della *mandatory disclosure* v., soprattutto, O. BEN-SHAHAR and C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know. The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton and Oxford, 2014, *passim*, specie p. 33 ss., 55 ss. e 138 ss.; per un'analisi dei limiti e dei costi (indiretti) di tale strategia v. anche L. ENRIQUES and S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, edited by N. Moloney, E. Ferran and J. Payne, Oxford, 2017, p. 526 ss.; più di recente, cfr. infine M. GARGANTINI, *Mandatory Disclosure – A Comparative Analysis* (June 26, 2023), reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4491737>, p. 4.

I GREEN BOND E LA LORO PRIMA DISCIPLINA AI SENSI DEL REGOLAMENTO (UE) 2023/2631 *

*(The green bonds and their first legal framework under Regulation (Ue)
2023/2631)*

ABSTRACT: *L'articolo analizza il nuovo quadro dettato dal Regolamento UE 2023/2631 sui green bond europei (EuGB) e l'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come sostenibili dal punto di vista ambientale o legate alla sostenibilità. Il regolamento mira a facilitare il finanziamento di investimenti ecosostenibili per i partecipanti al mercato e quindi a promuovere la finanza sostenibile, che è un elemento chiave per raggiungere gli obiettivi del Green Deal. Affinché ciò avvenga, tuttavia, è necessario infondere fiducia negli investitori nella sostenibilità dei loro investimenti e, per quanto riguarda i green bond, è necessario fornire definizioni uniformi, obblighi di informativa e di convalida coerenti affinché il loro mercato possa svilupparsi. Sebbene il Regolamento rappresenti una pietra miliare importante collegando l'uso degli EuGB alla tassonomia europea, introducendo un'informativa più rigorosa e richiedendo che i valutatori esterni siano registrati e supervisionati dall'ESMA), lascia ancora irrisolte alcune criticità, la più grande delle quali è la responsabilità in caso di l'ipotesi di mancato raggiungimento dei risultati fissati al momento dell'emissione del prestito obbligazionario*

The article analyses the new framework dictated by EU Regulation 2023/2631 on European green bonds (EuGB) and voluntary disclosure for bonds marketed as environmentally sustainable or sustainability-related. The Regulation aims to ease the financing of environmentally sustainable investments for market participants and

* Contributo approvato dai revisori.

Il presente articolo è frutto della riflessione comune dei due autori, tuttavia si possono attribuire i paragrafi 1, 2, 4 e 6 a Pierluigi De Biasi e il 3 e 5 a Elisabetta Bani

thus to promote sustainable finance, which is a key element in achieving the goals of the Green Deal. For this to happen, however, it is necessary to instil investor confidence in the sustainability of their investments, and as far as green bonds are concerned, uniform definitions, consistent disclosure and validation requirements must be provided for their market to develop. Although the Regulation represents an important milestone by linking the use of EuGBs to the European taxonomy, it introduces stricter disclosure and requires that external evaluators be registered and supervised by ESMA), it still leaves some critical issues unresolved, the biggest of which is liability in the event of failure to achieve the results set at the time of the bond issue.

SOMMARIO: 1. Le ragioni per svolgere una riflessione – 2. I green bond – 3. Il rapporto dei green bond con la tassonomia – 4. Il regolamento EU sui green bond – 5. La promessa di un impiego ESG – 6. Profili di responsabilità

1. I green bond sono titoli obbligazionari, che possono venire emessi indifferenteemente da soggetti pubblici o privati, con l'obiettivo di raccogliere dai sottoscrittori risorse finanziarie destinate alla realizzazione di progetti che portino, quando realizzati, a un qualche beneficio ambientale e da questo presupposto nasce la qualificazione di green¹.

¹ Sul tema, di recente, si vedano quantomeno BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'"European Green Deal": la tassonomia delle attività economicamente ecosostenibili e la proposta di regolamento europeo sugli "European Green Bonds"*, in *ambienteditto.it* 1/2022, p. 529; F. CONTE, *La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi*, in *Federalismi.it*, 33/2022, 1; BORGHESI, et al., *The EU Sustainable Finance Strategy: Some Perspectives on Climate Diplomacy*, in *La Comunità Internazionale*, 3/2022, p. 465; CARRISI, *Il ruolo degli strumenti finanziari ESG nella transizione ecosostenibile dell'economia*, in *Contratto e impresa. Europa*, 2022, p. 363; COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 433; FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile e proposte normative in tema di "European Green Bond" e tassonomia*, in *Dir. econ.*, 2022, p. 65; LAS CASAS, *Mercati finanziari e transizione ecologica: il modello dei "green bonds"*, in *Comparazione dir. civ.*, 3/2022, p. 823; MARASCO, *Il mercato dei "green bond" alla prova della disciplina europea*, in questa *Rivista*, 4s/2022, 1, p. 327; COSSU, *Delle scelte di investimento dei "Post-Millennials", e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1253; D.

L'operazione, in sé una semplice emissione obbligazionaria, in effetti è presentata come una sorta di finanziamento di scopo con codicillo etico. Il codicillo etico si rinviene nell'aspetto della tendenziale minor remunerazione offerta dall'emittente ai sottoscrittori², inglobando nel rendimento – e sia detto in senso del tutto atecnico – il valore etico dell'aver contribuito, *in parte qua*, al miglioramento ambientale. L'investitore ricomprenderà nel paniere di ciò che la sottoscrizione gli dovrà portare non solo la restituzione delle somme e l'incasso delle cedole, ma anche il beneficio rappresentato dall'aver contribuito al conseguimento di un obiettivo "green", al quale le risorse economiche dovrebbero essere collegate, se non addirittura vincolate. La motivazione del sottoscrittore è un punto meritevole di indagine.

L'emittente ha la possibilità di ricevere un finanziamento a un tasso tendenzialmente inferiore rispetto a quello pagato dagli emittenti per i *bond* convenzionali, destinato a consentire la realizzazione di un progetto di investimento che non solo si pone come mezzo per raggiungere il fine normale di migliorare il

LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds". Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 2021, p. 115; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di "policy" a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 904; CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, in *Persona e Mercato*, 2020, p. 334; CAVALIERE, *La prospettiva dei "green bonds" per la finanza sostenibile*, in *Dir. Pubbl. Eur. - Rassegna online*, 2020, 6; FRANZA, *Il Piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione*, in *Dir. econ.*, 2020, 2, p. 679; GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, in *Contratto e impresa*, 2020, 689; A. LAS CASAS, *Dai diritti di emissione alla finanza "green". Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente*, in *Teoria crit. reg. soc.*, 21/2020, p. 129; NICOLINI, *Law and the Humanities in a Time of Climate Change*, in *The Cardozo Electronic Law Bulletin*, 1/2020, 1; OTTOMBRINO, *Paradigmi di contratto ad impatto ambientale. Prime riflessioni*, in *Foro nap.*, 2020, p. 389; BERTARINI, *I "green bonds" quale strumento di finanza verde per la crescita delle imprese*, in *Percorsi costit.*, 2019, p. 193; ROMANI, *Green Bonds: meriti e sfide di un prodotto in rapida diffusione*, in *Bancaria* 9/2016, p. 49; TROISI, *Partenariato pubblico-privato ed investimenti infrastrutturali: opportunità per uno sviluppo sostenibile*, in *Econ dir. terziario*, 2011, 2, 553-568; Fracchia, *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Riv. quadr. dir. ambiente*, 2010, p. 2.

² ZERBIB, *Is The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*, in *J. Banking and Finance*, Vol. 98 (-60), 2019, p. 39. SCHMITTMANN, GAO, *Green Bond Pricing and Greenwashing Under Asymmetric Information*, IMF Working Paper No. 2022/246, p 5, indicano che alcuni studi mostrano una realtà non univocal in tema di rendimento.

rendimento economico dell'impresa, ma anche il fine dichiarato di generare benefici che possano essere considerati un'utilità amica dell'ambiente. Questo secondo lato dell'operazione negoziale apre l'indagine sulla definizione di cosa sia ciò che abbiamo indicato come un'utilità amica dell'ambiente, sulla verificabilità del processo e, infine, stante la rilevanza dell'impiego per il sottoscrittore, sulle conseguenze del mancato raggiungimento dell'obiettivo indicato all'inizio della raccolta.

Sul piano contingente si inserisce, ultimo tassello nella ricca produzione normativa dell'Unione³, il Regolamento obbligazioni verdi europee, approvato il 5 ottobre 2023 in via definitiva⁴ e già concordato con i governi UE. Si tratta di una nuova normativa per l'uso volontario del marchio "*green bond*", il primo del suo genere al mondo, che stabilisce norme uniformi per quegli emittenti di obbligazioni che desiderano utilizzare la denominazione "obbligazione verde europea" (in inglese: European Green Bond) o "EuGB" per commercializzare i loro titoli.

Tra i molteplici profili problematici che si possono identificare, tre spiccano per la loro rilevanza e si tratta della qualificazione della fattispecie, delle asimmetrie informative e dei rimedi al mancato raggiungimento dell'obiettivo.

2. I *green bond* sono una varietà delle obbligazioni, non diversa sul piano giuridico, almeno fino all'arrivo del Regolamento, da ogni altra obbligazione. Come è noto la legge non definisce le obbligazioni⁵, ma il concetto dei titoli di debito è sufficientemente chiarito da un paio di secoli di dottrina e giurisprudenza. Definire il concetto di sostenibilità, nelle varie declinazioni lessicali⁶, è ancora oggetto di

³ Un'esposizione ragionata in Lembo, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 63 e le riflessioni di Franza, *Il Piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione*, in *Dir. econ.*, 2020, 2, p. 679 e COSSU, *Delle scelte di investimento dei "Post-Millennials"*, cit., p. 1270 ss..

⁴ Con 418 voti favorevoli, 79 contrari e 72 astensioni.

⁵ Così, da ultimo, COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018⁵, p. 5.

⁶ Secondo LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 115 "Con le espressioni finanza «etica», finanza «sostenibile» o finanza «social- mente responsabile» – spesso utilizzate in

elaborazione teorica⁷. Solo recentemente il legislatore dell'Unione Europea ha fornito indicazioni e parametri, che certamente saranno modificati, affinati e – probabilmente – riorientati nel volgere di qualche anno, quando l'esperienza avrà fornito materia di verifica. La prima definizione dei “fattori di sostenibilità” è contenuta nell'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088 e lo sviluppo più compiuto sul piano concettuale avviene con la cd. tassonomia articolata nel Regolamento (UE) 2020/852.

Secondo i *Green Bond Principles* emessi da ICMA nel 2021⁸ ci sono quattro tipologie di *green bonds*, a seconda del tipo di finanziamento previsto nell'obbligazione e cioè: *standard green use of proceeds bond*; *green revenue bond*; *green project bond*; *green securitized bond*. Il dato caratterizzante di queste obbligazioni è che il prestito è utilizzato per finanziare o rifinanziare progetti sostenibili legati a programmi che abbiano un impatto positivo per l'ambiente⁹ e questa obbligazione, il cui contenuto esamineremo in seguito, affianca l'altra obbligazione, quella che appartiene al tipo, di restituzione del prestito e di

modo indistinto dal legislatore nazionale ed europeo – si fa genericamente riferimento a tutte quelle forme di finanza nelle quali il capitale è investito considerandone i riflessi sulla società civile e l'ambiente naturale” e propone in n. (1) esempi tratti dal TUF e dal TUB

⁷ Come osserva MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1350; sul concetto V. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 29 ss.; LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 335; ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2022, p. 112.

Osserva BEVIVINO, *Dalla “responsabilità sociale di impresa” alla “sostenibilità”*: andata e ritorno, in *Lavoro e dir.*, 2023, p. 485 che nel passaggio dalla RSI alla sostenibilità “*si passa da obblighi e doveri che le imprese/società si sono “auto-assegnate” ... a doveri di fonte direttamente legale. Si passa, ragionando per tassonomie, da una “doverosità contrattuale” a una “doverosità normativa”*”, ma che la transizione è forzatamente incompleta, “*in ragione del fatto che il quadro normativo attualmente in vigore non consente di delineare precisi e vincolanti doveri “normativi”, volti ad attuare la protezione delle differenti categorie di stakeholders qui più volte richiamate”*.”

⁸ Sui quali v. LENZI, *La finanza d'impatto e i “green” e “social bonds”*, cit., p. 126 ss..

⁹ DI FAUSTO, *Investimenti sostenibili*, cit., p. 50; CAVALIERE, *La prospettiva dei “green bonds” per la finanza sostenibile*, in *Dir. Pubbl. Eur. – Rass. online*, 2020, 6; LASKOWSKA, *The Green bond as a prospective instrument of the global debt market*, in *Copernican Journal of Finance & Accounting*, n. 6/2017, p. 69 ss.

corresponsione degli interessi¹⁰. È da anticipare che il legame tra i *green bond* e l'effettivo impiego è poco evidente. Nel caso di emissioni sovrane si è arrivati a commentare che “*the framework for most sovereign green bonds does not guarantee that new green investments will be made using the bond proceeds*”¹¹.

Correlativamente l'investitore è mosso anche da un interesse non patrimoniale, quello che lo induce a partecipare in via mediata alla realizzazione proprio di quello scopo “sostenibile”, dedotto nel bond.

Inizialmente, i nuovi *bond* provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti; successivamente sono arrivati sul mercato anche titoli emessi da singole aziende, municipalità e agenzie statali¹².

3. Il Regolamento sulle obbligazioni verdi europee, va dunque collocato nel più ampio contesto dell'agenda della Commissione europea in materia di finanza sostenibile. In particolare si lega strettamente al regolamento sulla tassonomia che definisce una classificazione delle attività economiche come ecosostenibili. Questo quadro si pone come parametro di riferimento per classificare “verde” un'attività economica. È un tassello del pacchetto di iniziative strategiche adottato in ambito europeo per avviare l'UE sulla strada di una transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 (*Green Deal* europeo).

¹⁰ GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento*, cit., p. 692 ss.; Capaldo, *Linee evolutive in tema di soggetti*, cit., p. 348.

¹¹ CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options*, in *BIS Quarterly Review*, September 2022, p. 51, ma v. anche KRAMER, *Germany's inaugural green bond... not so green after all*, CEPS, September 2020, www.ceps.eu/germanys-inaugural-green-bond-not-so-green-after-all/.

¹² Per alcuni affidabili dati sulla crescita del settore e sulla ripartizione tra emittenti v. CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds*, cit., p. 47 ss. e LENZI, *La finanza d'impatto e i “green” e “social bonds”*, cit., p. 119.

Nel contesto del *Green Deal* le misure riguardanti la finanza sostenibile sono adottate per contribuire all'obiettivo ultimo in materia di clima (con contestuale affermazione di una società equa e prospera con un'economia moderna e competitiva). Questo l'obiettivo del regolatore europeo. Per chi svolge un'attività economica e per chi investe, il fine prioritario non è quello fatto proprio dal regolatore. Tale fine può essere condiviso dall'imprenditore, ma l'impresa ha un fine dichiarato, storicamente stabile, ovvero produrre profitti per il proprietario. Non appartiene all'impresa la decisione su come essi vadano allocati, ma certo è che se non si producono profitti nessuno tra i soggetti interessati alla ripartizione potrà ricevere alcunché. Per misurare i profitti è stato inventato lo strumento del bilancio, che, come tutte le rappresentazioni, è convenzionale ed è un documento di sintesi. Queste sue due caratteristiche hanno per conseguenza che il quadro, per fedele che sia, contiene valutazioni, ipotesi, imperfezioni. Le regole sul bilancio sono un chiaro esempio di diritto positivo (nel senso kelseniano): negli ultimi vent'anni siamo passati dal costo storico agli impairment test, cambiando di molto la prospettiva.

Nel caso del sistema di valori ESG al momento, notoriamente, non esiste un modello generalmente accettato per identificare obiettivi e procedure ed è ovvio che in mancanza di accordo sui fini da perseguire, sulle modalità di realizzazione e sui criteri di valutazione non è possibile distinguere, separare il grano dal loglio e la situazione di incertezza consente a operatori scorretti di formulare offerte se non truffaldine, almeno poco sincere.

Per far sì che si crei un mercato virtuoso è necessario anzitutto definire criteri uniformi a livello europeo per stabilire se un'attività economica possa essere considerata ecosostenibile e lo strumento più evoluto nell'UE è Il Regolamento (UE)

2020/852, il provvedimento che ha introdotto nel sistema normativo un regolamento sulle attività economiche sostenibili¹³.

Una ampia serie di rimandi tra vari articoli del Regolamento consente di definire l'investimento ecosostenibile come «*investimento in una o più attività economiche considerate ecosostenibili*» (Art. 2, comma 1). A sua volta l'attività economica è considerata ecosostenibile in casi specificamente indicati: in primo luogo (art. 3, comma 1, lett. a) se «*contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali*» che sono indicati come «*a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi*» (art. 9). L'attività è considerata ecosostenibile anche qualora il suo svolgimento «*non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali*» (art. 3, comma 1, lett. b) e, infine se «*è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18*» (art. 3, comma 1, lett. c) Troviamo poi una norma di chiusura, secondo la quale l'attività è considerata ecosostenibile se «*è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2*».(art. 3, comma 1, lett. d).

Il legame tra la tassonomia e il Regolamento *green bond* è reso intuitivamente forte ed è manifesto il ruolo che il regolamento *green bond* riconosce alla

¹³ Sul Regolamento (UE) 2020/852 che perviene ad un sistema di classificazione per gli investimenti ecosostenibili v. BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 537; COSSU, *Tassonomia finanziaria*, cit., p. 433; GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Orizzonti dir. comm.* 2/2022, 497; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi*, cit., p. 914.

tassonomia¹⁴, che è allo stato l'unico strumento di misurazione¹⁵ per determinare se un certo atto o una certa attività siano conformi al sistema¹⁶, stabilendo che i proventi delle obbligazioni verdi europee siano utilizzati per finanziare attività economiche ecosostenibili, come definite nel Regolamento 2020/852¹⁷.

4. Il Regolamento, appena approvato¹⁸, si pone l'obiettivo di stabilire una serie uniforme di requisiti specifici per le obbligazioni emesse da imprese finanziarie e non finanziarie e da emittenti sovrani che desiderano avvalersi della denominazione "obbligazione verde europea" o "EuGB" per le loro emissioni. L'impiego del regolamento è dettato dalla preoccupazione che in sede di recepimento di una direttiva gli Stati Membri potrebbero dettare requisiti nazionali divergenti e, correlativamente, dalla volontà che la specificazione dei requisiti di qualità tramite un regolamento garantisca che tali condizioni siano direttamente applicabili agli emittenti. Posta la necessità che gli emittenti di EuGB debbano seguire le medesime norme in tutta l'Unione, riducendo le discrepanze e i costi di valutazione per gli investitori, per agevolare il confronto e affrontare il *greenwashing*, si ritiene di fornire

¹⁴ Per una indicazione puramente quantitativa, il Regolamento cita la tassonomia nei considerando 11, 12, 15, 17, 18, 22, 24, 25, 27, 28, 31, 32, 37, negli articoli 2, 4, 5, 7, 8, 13, 19, 20, 21, 71, e negli Allegati I, II, III e IV-

¹⁵ Pur nella consapevolezza che lo strumento debba ancora essere affinato. Per qualche considerazione sui limiti e le attuali imperfezioni della tassonomia DI DOMENICO, *Finanza sostenibile, tassonomia europea e principio DNSH: le novità strategiche dell'Unione e i riflessi in ambito nazionale*, in *Dir. Pubbl. Eur.* - Rassegna online 1/2023, 1, p. 845.

¹⁶ Senza dimenticare la proposta che EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) ha sottoposto alla Commissione il 12 novembre 2022, ove si propongono 12 standard di rendicontazione allo scopo di ottenere un'armonizzazione sui fattori ESG coerenti con la direttiva CSRD (Direttiva 2022/2464).

¹⁷ Così anche BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 540.

¹⁸ Sul percorso di ideazione e approvazione del Regolamento v. BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 538 e FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile*, cit., p. 65 ss..

modelli di informativa volontaria sulla sostenibilità dei vari tipi di emissione (Considerando 8)¹⁹.

Il Regolamento su 72 articoli dedica solo una prima parte alle obbligazioni e agli emittenti (21 articoli) dedicano lo spazio maggiore al costruire un quadro istituzionale alla professione del verificatore.

Il Regolamento parte dal dogma della necessità di raggiungere la transizione verso un'economia climaticamente neutra, sostenibile, efficiente sotto il profilo dell'energia e delle risorse, circolare ed equa che è un tassello fondamentale per assicurare la competitività a lungo termine dell'economia dell'Unione e il benessere dei suoi popoli (Considerando 1), nella prospettiva indicata della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (cd. "Accordo di Parigi") è stato approvato dall'Unione il 5 ottobre 2016²⁰, che è coerente con l'obiettivo dell'Unione di conseguire la neutralità climatica entro il 2050.

Le obbligazioni ecosostenibili sono uno dei principali strumenti per finanziare gli investimenti ecosostenibili e secondo il Regolamento, che qui fotografa l'esistente²¹, possono essere emesse da imprese finanziarie e non finanziarie, nonché da entità non societarie, come gli emittenti sovrani (Considerando 3). Di qui la necessità di un coordinamento, su due fronti: se da un lato le norme divergenti in materia di divulgazione di informazioni, trasparenza e responsabilità dei verificatori esterni di obbligazioni ecosostenibili, così come in materia di criteri di ammissibilità per progetti ecosostenibili impediscono agli investitori di individuare e confrontare le

¹⁹ Allegato I - Scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee, Allegato II - Relazione annuale sull'allocazione dei proventi delle obbligazioni verdi europee, Allegato III - Relazione sull'impatto delle obbligazioni verdi europee, Allegato IV - Contenuto delle revisioni pre-emissione e post-emissione o delle revisioni delle relazioni sull'impatto. Tutti i documenti elaborati a partire dagli schemi e il loro contenuto non sono soggetti ad approvazione o avallo da parte dell'ESMA o di un'altra autorità competente.

²⁰ Decisione (UE) 2016/1841 del Consiglio, del 5 ottobre 2016, relativa alla conclusione, a nome dell'Unione europea, dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici

²¹ Per l'indicazione delle emissioni a oggi negoziate su Eurotlx v. il motore di ricerca di Borsa Italiana a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/green-e-social-bond/ricerca-avanzata.html>.

obbligazioni ecosostenibili Considerando 5 e 7), dall'altro l'allineamento rispetto agli obiettivi dell'Accordo di Parigi, stanti le divergenze esistenti e l'assenza di norme comuni, probabilmente avverrebbe attraverso l'adozione di misure e approcci divergenti, il cui risultato sarebbe un impatto negativo in relazione al corretto funzionamento del mercato interno e addirittura una sua frammentazione (Considerando 6). Norme e pratiche di mercato divergenti rendono difficile confrontare obbligazioni diverse e aumentano i rischi di *greenwashing*, falsando le decisioni di investimento.

Il Regolamento non si propone di disciplinare qualsiasi tipo di strumento obbligazionario, indipendentemente dal fatto che l'emittente intenda raggiungere obiettivi di sostenibilità ambientali, sociali o di *governance*, ma riguarda solo la sostenibilità ambientale (Considerando 9), distinguendo, come indica il regolamento (UE) 2020/852, tra attività abilitanti e di transizione che si qualificano come ecosostenibili. La stessa distinzione dovrebbe essere operata anche nelle informative per le obbligazioni verdi europee, nonché per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità (Considerando 10)²².

Doverosamente il Regolamento indica due criteri cardine. Innanzitutto, i proventi degli EuGB dovrebbero essere utilizzati per finanziare attività economiche che abbiano un impatto positivo duraturo sull'ambiente (Considerando 12) e inoltre i proventi di emissioni EuGB dovrebbero essere assegnati per finanziare attività economiche che siano ecosostenibili, e pertanto in linea con gli obiettivi ambientali di cui al Regolamento (UE) 2020/852, oppure che contribuiscano alla trasformazione

²² Il Regolamento indica che sono necessari specifici obblighi di trasparenza per l'energia nucleare e le attività connesse al gas fossile, nel caso in cui tali attività siano disciplinate dal regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, aspetto che è trattato agli artt. 5.3 e 18.2. Il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

delle attività in modo che possano soddisfare i criteri per diventare ecosostenibili (Considerando 11, artt. 4 e 5)²³. La regola generale è che le destinazioni ammesse non sono un numero chiuso, ma è ammesso che gli emittenti possono assegnare i proventi di una o più obbligazioni verdi europee a un portafoglio di immobilizzazioni o attività finanziarie conformemente ai criteri di tassonomia ("approccio di portafoglio") e che, verso destinazioni indicate dal Regolamento, gli emittenti possono destinare fino al 15 % dei proventi ad attività economiche che soddisfano i criteri di tassonomia, ad eccezione dei cd. criteri di vaglio tecnico, garantendo l'ammissibilità dell'impiego e dando notizia della deroga nella scheda informativa del prodotto.

È tuttavia ammesso un approccio di portafoglio: l'emittente di una o più obbligazioni verdi europee potrebbe non essere in grado di individuare, per ciascuna emissione, nello stato patrimoniale le distinte attività a cui sono stati assegnati i proventi di tali obbligazioni. In tali casi le imprese dovrebbero essere autorizzate a riportare nello stato patrimoniale l'allocazione dei proventi aggregati del loro portafoglio di obbligazioni verdi europee a un portafoglio di attività ecosostenibili. Tali imprese dovrebbero dimostrare (1) nelle relazioni annuali sull'allocazione dei proventi che le corrispondenti attività ecosostenibili soddisfano i criteri di vaglio tecnico applicabili e (2) che il valore di tali attività è superiore o uguale al valore delle obbligazioni non ancora scadute. (Considerando 16, art. 8.2)

La procedura di emissione (art. 10) prevede che l'emittente prima di emettere un'obbligazione verde europea compili la scheda informativa (Allegato I) e si assicuri che la scheda informativa sia stata sottoposta a una revisione pre-emissione, con parere favorevole reso da un revisore esterno.

²³ Il Regolamento indica che l'obbligo di destinazione dei proventi dovrebbe diversificarsi: alle imprese maggiori dovrebbe essere consentito di scegliere se destinare tutti i proventi, mentre alle imprese minori si dovrebbe applicare l'obbligo di emettere i solo proventi netti, per tali intendendoci quelli al netto dei costi di emissione, i costi degli intermediari finanziari responsabili dell'emissione, i costi di consulenza, le spese legali, i costi di *rating* e i costi connessi alla revisione esterna (Considerando 14).

La revisione pre-emissione contiene una valutazione sulla corretta compilazione dalla scheda informativa e su una serie di elementi, procedurali e sostanziali, indicati nell'Allegato IV.

L'emittente deve pubblicare un prospetto (Reg. (UE) 2017/1129)²⁴ che, in aggiunta ai normali requisiti, deve soddisfare alcune condizioni aggiuntive quali (i) le obbligazioni sono denominate "obbligazione verde europea" o "EuGB" in tutto il prospetto, (ii) il prospetto indica che l'obbligazione è emessa conformemente al Regolamento Green Bond e (iii) deve includere una sintesi del piano CapEx, che elenca i progetti più significativi realizzati dall'emittente, misurati in percentuale del totale delle spese in conto capitale contemplate dal piano CapEx, e specifica il tipo, il settore, l'ubicazione e l'anno previsto di completamento di tali progetti (art. 14).

L'emittente pubblica sul sito web e rende disponibili gratuitamente, come previsto dal Regolamento (UE) 2017/1129²⁵, fino a che siano trascorsi almeno 12 mesi dalla scadenza delle obbligazioni: (i) la scheda informativa, (ii) la revisione pre-emissione (iii) un collegamento al sito web in cui è possibile consultare il prospetto, (iv) le relazioni sull'allocazione dei proventi delle obbligazioni, (v) le revisioni post-emissione delle relazioni sull'allocazione dei proventi, (vi) la relazione sull'impatto delle obbligazioni verdi europee, (vii) ove applicabile, il piano CapEx e la revisione della relazione ex art. 12, paragrafo 3 (art. 15)

²⁴ Con riferimento alla Direttiva VEIL, WIESNER, *Harmonisation of Prospectus Liability. The Listing Act as an Opportunity for a Major Step Towards a Capital Markets Union*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2023, p. 529; BUSCH, FERRARINI, FRANX (ed. by), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020; BELLINI, *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, p. 851; DE GIOIA-CARABELLESE, *The New Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of the European Capital Markets*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2/2019, p. 407; LUCANTONI, *Prospectus Directive*, in M. Lehmann-C. Kumpan (ed. By), *European Financial Services Law, Article-by-Article Commentary*, Baden-Baden, 2019, p. 944 ss.; MOTTI, *La disclosure nel crogiuolo della finanza comportamentale: il caso dei prospetti informativi*, in *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore. Dal consumerismo alla finanza comportamentale*, a cura di Bertani, Lorzio, Motti, Milano, Franco Angeli, 2019, p. 73 ss..

²⁵ Art. 21, paragrafi 3 e 4.

A valle dell'emissione l'emittente ha l'obbligo di comunicare, con apposita relazione, per ogni periodo di 12 mesi, fino al completamento del piano di investimenti l'allocazione dei proventi, nel termine di 270 giorni dalla data di fine periodo di riferimento. L'emittente deve anche ottenere una revisione post-emissione della relazione da parte di un revisore esterno, che deve indicare (i) la valutazione dell'allocazione o meno dei proventi e (ii) la valutazione del fatto che l'emittente abbia o meno assegnato i proventi dell'obbligazione come previsto nella scheda informativa (art. 11).

5. Il vincolo a un "progetto" è certamente un impegno etico rilevante sul piano morale, ma per il diritto importa solo se dal piano concettuale si passi a un impegno giuridicamente rilevante. Se la promessa di svolgere una attività sostenibile si configura come una obbligazione di risultato, come parte della dottrina ritiene²⁶, si pone il problema di cosa succeda al contratto ove l'emittente non onori la promessa "verde" pronunciata in sede di emissione dell'obbligazione. Purtroppo, come spesso accade in diritto, non esiste una risposta *tranchant*, buona per ogni caso e per tutte le evenienze. La risposta generale, insoddisfacente, è che dipende da ciò che prevede il regolamento del prestito obbligazionario²⁷, che tuttavia spesso esclude quest'ultimo aspetto dall'ambito delle obbligazioni contrattuali gravanti sull'emittente, relegandolo al piano dell'informazione precontrattuale e addirittura prevedendo

²⁶ CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti*, cit., p. 348; S. CAVALIÈRE, *La prospettiva dei "green bonds"*, cit., p. 11, p. 8; LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 124. Naturalmente la considerazione apre la via a riflessioni sulla causa del contratto, che porterebbero lontano dal fuoco del presente contributo. Tra i contributi sull'evoluzione del concetto di causa sia concesso citare solo NAVARRETTA, *Causa e giustizia e contrattuale a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 411.

²⁷ Uno studio che ha analizzato circa 1000 emissioni obbligazionarie del periodo 2012-2022, CURTIS, WEIDEMAIER, GULATI, *Green Bonds, Empty Promises*, Un. of Virginia School of Law, Public Law and Legal Theory Research Paper Series 2023-14, p. 21 suggerisce che tra la denominazione *green* e l'impegno giuridicamente vincolante il legame sia lasco: "*In any event, the fact that a bond uses promissory language does not mean that it represents a firm commitment, much less an enforceable one.*"

disclaimer volti a escluderne il rilievo giuridico²⁸.

Deve essere precisato che sia i *Green Bond Principles* che, dato il ristretto ambito al quale si applica, il Regolamento nulla dicono al proposito.

In astratto i rimedi possibili sono solo due: l'aggravamento delle condizioni contrattuali e la risoluzione. Il primo caso è quello tipico dei finanziamenti *corporate*, (e delle emissioni di *corporate bond* riservate a operatori professionali) i quali prevedono determinati *covenant*, quantitativamente indicati e la loro variazione rispetto al valore iniziale, ossia quello che esiste all'inizio del rapporto contrattuale, produce una variazione nel tasso di interesse, in quanto si ritiene che quelle variazioni riflettano un cambiamento nella rischiosità del prenditore. Per fare un esempio semplice, la variazione nella posizione finanziaria netta nel trimestre produce una riduzione o un incremento di tasso per il trimestre successivo a seconda del fatto che la posizione scenda o salga. Naturalmente le due curve sono asimmetriche, con ciò riflettendo la diversa posizione del prenditore e del prestatore, e i *covenant* prevedono limiti: all'ingiù esiste una soglia il cui superamento non produce ulteriori effetti sulla riduzione del tasso di interesse, all'insù il superamento della soglia è considerato convenzionalmente come una causa di decadenza dal beneficio del termine.

In effetti, per quanto noto senza aver esaminato una massa sufficiente di emissioni, lo strumento rimediale previsto nelle emissioni *green* è una variazione di tasso, ovviamente solo in incremento trattandosi della (totale o parziale) mancata realizzazione di quanto promesso e questo sembra vero sia per le emissioni sovrane²⁹

²⁸ LAS CASAS, *Dai diritti di emissione*, cit., p 141.

²⁹ CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options*, cit., p. 54: "A key problem in the case of sovereigns is that, in practice, penalties cannot be set high enough to create material financial incentives for meeting sustainability targets.¹⁵ The annual outlay necessary to achieve a national emission pathway consistent with the Paris Agreement for the energy sector alone amount to several percentage points of GDP. This dwarfs any penalty-related increases in bond service costs (IEA (2021)). Concretely, coupon step-ups in most cases have been 25 basis points or less. To the extent that a financial penalty has an important signalling effect to investors, it can still serve as sovereigns' commitment device. Setting the penalty very low, as is arguably current

che per le emissioni corporate³⁰.

Lo schema del *green bond*, nel quale le promesse di pagamento della cedole e di restituzione del capitale sono accompagnate dall'ipotesi di realizzazione di un atto o un'attività green, richiama alla mente, più che la presupposizione, l'istituto del mutuo di scopo, al netto della evidente differenza che intercorre tra un contratto e uno strumento finanziario: *“Il mutuo di scopo convenzionale è un contratto consensuale parzialmente diverso dal mutuo ex art. 1813 c.c., data la sua diversa funzione, e il requisito per tale sua classificazione è l'esistenza di un interesse (anche) del mutuante, e non solo del mutuatario, alla destinazione delle somme”*³¹. L'assimilazione al mutuo di scopo consentirebbe di utilizzare – almeno in astratto – lo strumento della risoluzione. Non considerando in questa sede una serie di criticità sul piano teorico, basti dire che il rimedio, certamente un deterrente più forte dello *step-up*, allo stato dell'evoluzione normativa e forse della stessa riflessione, è difficilmente immaginabile perché non è ancora verificato il funzionamento del sistema, nel senso che si deve ancora decidere chi sia il soggetto che controlla l'adempimento della promessa, totale, parziale, tempestivo o differito, posto che le funzioni del revisore oggi definite dal Regolamento ancora non possono comprendere questi poteri, che sconfinano nel giurisdizionale.

market practice, may reduce the credibility of the commitment to achieving the set targets (Kölbel and Lambillon (2022)). Conversely, penalties high enough to be viewed as material by the public – coupled with the public's perception of the long-term benefits of meeting a sustainability target – could be seen as creating the appropriate incentives for the sovereign”.

³⁰ A titolo di esempio, la più grande emissione (al momento nel quale scriviamo) di emittente italiano (quotato) accessibile al pubblico prevede uno *step-up* dello 0.50%, una sola volta durante la vita dell'emissione, come riporta il comunicato: <https://www.eni.com/it-IT/media/comunicati-stampa/2023/09/eni-avvia-collocamento-primi-prestito-obbligazionario-convertibile-sustainability-linked-nel-proprio-settore.html>, sulla quale v. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG*, cit., p. 81.

³¹ Così Cass. 26 gennaio 2016 n. 1369 e nello stesso senso Cass. 14 aprile 2021, n. 9838.

Il prossimo passo evolutivo deve portare a una certezza sulla destinazione dei fondi e alla possibilità di una dettagliata verifica *ex post*³².

6. Una piccola riflessione finale è dedicata a qualche linea per la riflessione futura. Se per l'emissione è necessario redigere un prospetto la "promessa" verde deve essere esplicitata nel documento e un suo eventuale inadempimento non rileverà come elemento che implichi una responsabilità da prospetto, se non nel caso, probabilmente di scuola, nel quale si possa dimostrare che l'emittente al momento di pubblicazione del prospetto era ben conscio dell'impossibilità di mantenere l'impegno o lo manifestava sapendo di non avere alcuna intenzione di adempiere³³.

Più rilevante appare un secondo profilo. Il passaggio dalle regole della Non Financial Reporting Directive – NFRD (Direttiva 2014/95/UE) al regime della Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD (Direttiva 2022/2464/UE)³⁴ obbliga le società, di una platea più ampia che nel vecchio sistema, a includere l'informativa di sostenibilità all'interno della Relazione sulla Gestione e non in un documento a sé stante. Ciò permetterà una pubblicazione simultanea di informazioni finanziarie e no, con lo scopo di poterle leggere e analizzare in maniera integrata.

La necessità di fornire dichiarazioni integrate potrebbe, nel caso di inesatta indicazione delle attività *green* svolte – anche solo di quelle indicata nel regolamento dell'emissione obbligazionaria – configurare un caso di false comunicazioni sociali e

³² CAVALIERE, *La prospettiva dei "green bonds"*, cit., p. 11 osserva che sono "caratteristiche che dovrebbero rappresentare un valore aggiunto agli occhi degli investitori e non solo di quelli socialmente responsabili" e che continuano a presentare diverse criticità.

³³ Diffusamente sul punto LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 152.

³⁴ COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, p. 562; DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 607; GENOVESE, *L'armonizzazione del "reporting" di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 88; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi*, cit., p. 912;

legittimare la proposizione di azioni civili³⁵.

Resta l'ambito sanzionatorio, in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi dichiarati, al momento ritenuto foriero di problemi e non efficiente³⁶, tema specifico e sicuramente diverso da quello delle sanzioni inflitte a seguito della "commissione di un illecito amministrativo riferito alla DNF"³⁷.

Elisabetta Bani

*Ordinario in Diritto dell'economia
nell'Università di Bergamo*

Pierluigi De Biasi

Avvocato

³⁵ GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità*, cit., p. 555 riteneva "difficile, ma non impraticabile" nel regime della DNF la proposizione di azioni civili dirette. In una prospettiva più ampia, BEVIVINO, *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità"*, cit., p. 490, suggerisce l'ipotesi che la disciplina sulle pratiche commerciali scorrette possa rappresentare un punto di riferimento per la creazione di un sistema rimediabile.

³⁶ MARASCO, *Il mercato dei "green bond"*, cit., p. 340.

³⁷ GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità*, cit., p. 554. Sui poteri sanzionatori della Consob SANTAMARIA, *La vigilanza della Consob sull'informativa non finanziaria*, in questa *Rivista*, 2022, p. 265 ss..

LA REGOLAMENTAZIONE DEL BUY NOW, PAY LATER ALLA LUCE DELLA NUOVA DIRETTIVA SUL CREDITO AI CONSUMATORI *

*(The Regulation of Buy Now, Pay Later in Light of the New Consumer
Credit Directive)*

ABSTRACT: *Le società che offrono prestiti rateali “Buy Now, Pay Later” (BNPL) hanno registrato una crescita significativa negli ultimi anni, catturando una frazione crescente del mercato del credito al consumo non garantito a breve termine. Il BNPL presenta nuove sfide normative perché è commercializzato principalmente ai consumatori come alternativa senza interessi al credito e la sua struttura di mercato distintiva è caratterizzata da accordi prestatore-commerciante che promuovono il finanziamento presso il punto vendita. Nonostante l'importanza del BNPL nell'economia dei Paesi più sviluppati, la maggior parte dei prodotti BNPL sono però molto meno regolamentati rispetto ai loro sostituti più tradizionali. La scelta del modello di business di un prodotto BNPL spesso lo pone in una posizione giuridicamente poco chiara o al di fuori della supervisione normativa delle varie autorità di regolamentazione. Per sostenere la crescita sostenibile del BNPL è necessaria una maggiore trasparenza. In particolare, i consumatori potrebbero aver bisogno di considerazione e protezione, perché la comprensione della crescente complessità e delle conoscenze finanziarie al centro di molti servizi fintech va oltre le loro ordinarie capacità e responsabilità. Questo scritto esplora le implicazioni del BNPL con particolare attenzione ai vantaggi, ai rischi e alle opzioni per l'autoregolamentazione, dando uno sguardo alla Direttiva (UE) 2023/2225 che ha riformato la complessiva disciplina in tema di contratti di credito ai consumatori, includendo, a determinate condizioni, il BNPL nel proprio perimetro di applicazione.*

* Contributo approvato dai revisori.

I paragrafi 1, 2, 6,7 sono stati scritti da Carmela Robustella; i paragrafi 3, 4, 5, 5.1, 5.2, 5.3, 5.4, 5.5. da Mario Natale.

Companies offering “Buy Now, Pay Later” installment loans (BNPL) have experienced significant growth in recent years, capturing a growing fraction of the short-term unsecured consumer credit market. BNPL presents new regulatory challenges because it is marketed primarily to consumers as an interest-free alternative to credit and its distinctive market structure is characterized by lender-retailer arrangements that promote financing at the point of sale. Despite the importance of BNPL in the economy of more developed countries, however, most BNPL products are much less regulated than their more traditional substitutes. The choice of business model for a BNPL product often places it in a legally confusing position or outside the regulatory oversight of various regulators. To support the sustainable growth of BNPL, greater transparency is needed. In particular, consumers may need consideration and protection because understanding the increasing complexity and financial knowledge at the heart of many fintech services is beyond their ordinary capabilities and responsibilities. This paper explores the implications of BNPL with a focus on the benefits, risks, and options for self-regulation, taking a look at Directive (EU) 2023/2225, which reformed the overall framework for consumer credit agreements, including, under certain conditions, BNPL within its scope.

SOMMARIO: 1. Dal consumo ai consumatori: forme in continua evoluzione. - 2. Le nuove prospettive alla ricerca dell'efficienza. Dall'avvento della *FinTech* alla Direttiva UE/2023/2225. - 3. Che cos'è e come funziona il “*Buy now, pay later*”. - 4. Le ragioni che inducono i consumatori all'utilizzo del BNPL.- 5. I principali rischi del BNPL.- 5.1 Sovraindebitamento e spesa eccessiva.- 5.2 Trasparenza nelle divulgazioni e correttezza dei termini. -5.3 E la *privacy*? -5.4 Le carenze nei meccanismi di risoluzione delle controversie.-5.5. I fallimenti del mercato BNPL. Possibili implicazioni.- 6 Le forme di BNPL in uso sul mercato italiano e il *report* di Banca d'Italia. - 7. La nuova Direttiva sul credito ai consumatori e le basi di una cornice normativa tutta da definire.

1. Con l'avvento della produzione di massa e il passaggio da un'economia sostanzialmente rurale a una economia commerciale e industriale¹, il credito al consumo è divenuto uno strumento di finanziamento privilegiato per acquistare beni e servizi specifici o per ottenere rapidamente liquidità per esigenze non determinate (c.d. prestiti non finalizzati)².

In passato, infatti, mancando quasi completamente la produzione dei beni di consumo durevoli – ed essendo per la gran parte inesistente la proprietà individuale sui medesimi – il finanziamento dei consumi risultava limitato ad alcuni settori ristretti e ben precisi, il che lo rendeva un fenomeno poco rilevante sia sotto il profilo economico che giuridico³.

Il progressivo passaggio dalla «*cash society*» alla «*credit society*», con l'incremento delle transazioni non più regolate in denaro contante, ma attraverso canali digitali e innovativi e un consumatore sempre più spesso considerato acquirente a credito e non più pagatore con risorse proprie⁴, ha costretto il legislatore ad orientarsi verso strategie normative dirette, da un lato, a riequilibrare la “disuguaglianza” di potere contrattuale che fisiologicamente connota il rapporto tra impresa e consumatore, tutelando la parte cognitivamente più debole del rapporto e, dall'altro, a contrastare,

¹ È solo verso la fine del XIX secolo e, più precisamente, all'inizio del '900 che in Europa Occidentale e negli Stati Uniti d'America prende piede la Rivoluzione industriale, che porta con sé, tra l'altro, la necessità di beni disponibili su ampia scala, la loro produzione e commercializzazione di massa. Emerge, quindi, l'esistenza di un meccanismo di credito per il finanziamento che permetta l'accesso a beni di consumo anche alle classi sociali nascenti, in modo tale da accrescere la curva della domanda e favorire l'espansione delle vendite: in questi termini G. PIEPOLI, *Il credito al consumo*, Napoli, 1976, 11.

² Secondo la definizione data da BANCA D'ITALIA, *Le guide della Banca d'Italia. Il credito ai consumatori in parole semplici*, in *bancaditalia.it*, il credito al consumo si configurerebbe come «uno strumento utile per comprare qualcosa di importante per te o la tua famiglia».

³ Rileva M. GORGONI, *Il credito al consumo*, Milano, 1994, 7 che fino al XIX secolo si ha esperienza soltanto di finanziamenti concessi dal singolo commerciante alla sua clientela e di prestiti garantiti con pegno o da cessione di salari con lo scopo precipuo di far fronte a spese per l'acquisto di beni di prima necessità. Per una più compiuta trattazione dell'origine del fenomeno, cfr. M. BESSONE, *Mercato del credito, credito al consumo, tutela del consumatore*, in *Foro it.*, 1980, 82 ss.

⁴ Pressoché testualmente, G. ALPA, *Credito al consumo*, in *Digesto civ.*, V, Torino, 1989, 33.

sia in via preventiva che successiva, il rischio di sovraindebitamento del consumatore, attraverso l'incremento della trasparenza nei contratti di credito ai consumatori.

In tale prospettiva, si è assistito allo sviluppo di una regolamentazione articolata e stratiforme che ha consacrato il riconoscimento (anche) formale del diritto di credito al consumo in capo al consumatore⁵.

Il credito al consumo è divenuto così uno strumento contrattuale nuovo e autonomo⁶.

L'attuazione della direttiva 2008/48/CE⁷, attraverso la quale il legislatore ha riunito l'intera disciplina del credito ai consumatori nel Capo II del Titolo VI del T.U.B., seppur diretta a promuovere lo sviluppo di un mercato interno del credito, garantendo un

⁵ Sull'interpretazione evolutiva della disciplina del credito ai consumatori si rinvia a M. SEMERARO e A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in AA. VV., *Contratti Bancari*, Milano, 2021, 1823 ss.

⁶ A. TIDU, *La direttiva comunitaria sul credito al consumo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, 728 ss.

⁷ Per circa un ventennio il quadro comunitario relativo al credito al consumo è stato disegnato dalla direttiva n. 87/102/CEE, in parte modificata nel 1990 (direttiva n. 90/88/CEE) e nel 1998 (direttiva n. 98/7/CE). Tuttavia, le significative disparità tra le legislazioni degli Stati membri nel settore del credito e le conseguenti distorsioni della concorrenza tra i creditori all'interno della Comunità hanno messo in evidenza l'inadeguatezza della direttiva n. 87/102/CEE a rispondere efficacemente alle istanze del mercato del credito e la necessità che si procedesse a una sua revisione. La direttiva n. 2008/48/CE è stata emanata al fine di garantire la massima armonizzazione (*top harmonization*) del quadro normativo, regolamentare e amministrativo degli Stati membri in tema di contratti di credito ai consumatori (Cfr. art. 22, par. 1, della direttiva in cui si stabilisce, «... *la presente direttiva contiene disposizioni armonizzate, gli Stati membri non possono mantenere né introdurre nel proprio ordinamento disposizioni diverse da quelle in essa stabilite*». Per espressa previsione dell'art. 33, l. n. 88/2009 (c.d. "Legge comunitaria per il 2008"), le norme di attuazione della direttiva dovevano inserirsi nel corpus del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al d.lgs. n. 385/1993. In particolare, l'art. 1, del titolo I del d.lgs. n. 141/2010, sostituisce integralmente il capo II del titolo VI t.u.b. (artt. da 121 a 126), già dedicato alla disciplina del credito al consumo, modificandone anzitutto la rubrica: «Credito ai consumatori», e, atteso il criterio di confluenza delle norme sul credito al consumo nell'alveo del T.U.B., all'art. 3, provvede a sopprimere e modificare disposizioni in materia precedentemente contenute in altre fonti. A seguito dell'intervento legislativo del 2010, dunque, la materia è pressoché integralmente regolata nel Testo Unico Bancario ad eccezione dell'art. 67, co. 6, cod. cons., che si occupa ancor oggi dei problemi del collegamento negoziale nel credito al consumo, ma sotto il profilo dell'estensione del recesso esercitato ai sensi della disciplina "consumeristica". Critico circa la collocazione nel T.U.B. della disciplina in esame è G. DE CRISTOFARO, *La nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori e la riforma del testo unico bancario*, cit., 1048 ss., il quale sostiene che la scelta del Governo, ancorché obbligata, si pone in palese contraddizione con l'intento di creare un codice del consumo, che per essere autenticamente tale dovrebbe (a rigore) contenere tutte le disposizioni vigenti nel nostro ordinamento che, sotto il profilo soggettivo, si applicano ai contratti conclusi tra "consumatori" e "professionisti"; in senso diverso, tuttavia, M. CARRIERO, *Brevi note sulla delega per l'attuazione della nuova direttiva sui contratti di credito ai consumatori*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, 1148 ss.

livello elevato di protezione dei consumatori si è rivelata, tuttavia, solo parzialmente efficace, come testimoniano le ancora tormentate vicende legate all'ampio e quanto mai sfuggente capitolo del «prestito responsabile»⁸.

La questione non ha una mera valenza descrittiva. Il progressivo e sempre più frequente ricorso al credito al consumo realizza un fenomeno economico-sociale ricco di ripercussioni applicative.

Il comitato economico e sociale europeo, per mezzo di un parere esplorativo sul tema «Lottare contro la povertà»⁹ ha, in diverse occasioni, sollecitato gli Stati membri all'adozione di un quadro normativo europeo comune idoneo ad agevolare lo «scambio di informazioni e la circolazione delle buone pratiche nella lotta contro la povertà e l'aumento delle disuguaglianze», sul presupposto che tali fenomeni destano preoccupazione non soltanto poiché rivelatori di un'assenza di giustizia sociale, quanto (soprattutto) per i loro effetti negativi sulla crescita economica e sulla coesione sociale¹⁰.

⁸ L'art. 9 dell'originaria Proposta di direttiva relativa al credito ai consumatori del 2002, traendo spunto dalle soluzioni adottate dai legislatori francese (*loi* 89-1010 del 31 dicembre 1989) e svizzero (*loi Federal sur le crédit à la consommation du* 23 mars 2001), identificava il «prestito responsabile» in una serie di obblighi del finanziatore, specificamente consistenti in: consultazione delle banche dati centralizzate, esame delle risposte fornite dal consumatore o dal fideiussore, richiesta di costituzione di fideiussioni, verifica dei dati forniti dagli intermediari del credito e selezione del tipo di credito da offrire. Per più approfondite riflessioni v. G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, 38 ss.; nonché, per un quadro di sintesi, F. SALERNO, *La prevenzione del sovraindebitamento nel credito al consumo*, Ospedaletto, 2017, 72 ss., secondo il quale «quando il creditore conclude un contratto di credito o di fideiussione oppure aumenta l'importo totale del credito o la somma garantita, si ritiene che questi abbia stimato preventivamente, con ogni mezzo a sua disposizione, che il consumatore e, se del caso, il fideiussore, saranno in grado di rispettare gli obblighi derivanti dal contratto».

⁹ Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Lottare contro la povertà», 2016/C 133/03, Rel. S. Boland, corr. M. Bulk, in *GUCE*, 14 aprile 2016, C 133/9-15 §§ 1.1, 1.14, 4.4 e 5.9, la cui importanza, da ultimo, è opportunamente rimarcata anche E. CONTU, *Povertà ed esclusione nella "società del debito"*, in *Contr. e impr.*, 2019, 1535 ss.

¹⁰ A tal proposito, Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Lottare contro la povertà», cit., §§ 1.4 ss., soggiunge che «la concessione senza regole e irresponsabile di credito al consumo e la valutazione poco accurata della capacità finanziaria delle famiglie hanno generato, in questi ultimi tempi di crisi e di politiche di austerità una spirale di sovraindebitamento che interessa ormai circa il 70% delle persone che in Europa vivono al di sotto della soglia di povertà»; situazione questa che richiede, pertanto, «misure di rigore e contenimento in materia di concessione dei crediti al consumo, specialmente da parte di intermediari e di organismi non finanziari che non rispettano la

E' emersa, dunque, a più riprese la necessità di ripensare la disciplina applicabile al credito al consumo specie alla luce delle caratteristiche assunte dalle abitudini dei consumatori nella realtà odierna. L'avvento della digitalizzazione e delle applicazioni informatiche nel settore finanziario (c.d. *Fintech*) e, in particolare, la crescente diffusione di piattaforme digitali di ricorso al credito (c.d. *lending platforms*)¹¹ – le quali possono anche agevolare la concessione di finanziamenti a soggetti dotati di uno scarso merito creditizio – hanno reso ancora più evidente l'esigenza di modernizzazione della direttiva 48/2008/CE per una più efficace tutela del consumatore, anche al fine di prevenire un incauto ed eccessivo indebitamento.

2. L'innovazione tecnologica e il crescente fenomeno della digitalizzazione hanno significativamente modificato il mercato del credito sia sul versante dell'offerta che su quello della domanda¹². A partire già dallo scorso decennio, difatti, si è assistito ad una evoluzione delle abitudini dei consumatori, che ambiscono ad ottenere il credito in maniera sempre più agevole e veloce, a ciò invogliati dalla commercializzazione di nuovi prodotti e servizi¹³, nonché dalla presenza sul mercato

regolamentazione vigente e spingono le persone ad assumere prestiti a tassi usurari», fra le quali si citano: rigida regolamentazione degli intermediari e del rilascio delle carte di credito, divieto di pubblicità aggressiva, sostegno al recupero di persone eccessivamente indebitate (c.d. *new start policy* o «politica della seconda opportunità»), informazione, educazione e prevenzione in materia di sovraindebitamento, nonché il rafforzamento della “mediazione” nella risoluzione delle controversie.

¹¹ In argomento, F. MATTASOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un social credit system?*, Milano, 2018, 133 ss. ove invoca, *de jure condendo*, una disciplina più generale della valutazione del merito creditizio, non più confinata al *sub*-settore del credito al consumo. Sulle modalità operative di valutazione del merito creditizio delle piattaforme di *social lending* si veda E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in M.T. PARACAMPO (a cura di) *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 168 ss.

¹² Per una approfondita disamina degli effetti della rivoluzione tecnologica sul comparto finanziario si veda R. ORIANI, *Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in G. CASSANO, F. DI CIOMMO e M. RUBINO DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e Fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, 2021, Milano, 10 ss.

¹³ Il riferimento è dato, tra gli altri, alle piattaforme *peer-to-peer* (o *social lending*) e al fenomeno del *crowdfunding*. Le piattaforme P2P si caratterizzano in ragion della circostanza che gli operatori attraverso la creazione di un proprio sito *internet* riescono a mettere in contatto soggetti che vogliono prestare i propri risparmi (*lenders*) con soggetti che invece hanno la necessità di essere finanziati

del credito di nuovi operatori.

Nel rinnovato contesto socio-economico, dovuto anche all'impatto che il COVID-19 ha avuto sulle abitudini di consumo¹⁴, la normativa dettata dalla direttiva 48/08/CE si è rivelata inidonea a soddisfare pienamente le esigenze del mercato.

Già nel corso degli ultimi anni, la Commissione europea¹⁵ aveva avuto modo di sottolineare come l'obiettivo, perseguito dal legislatore del 2008, di istituire un quadro armonizzato a livello europeo in materia di credito al consumo, assicurando al tempo stesso lo sviluppo di un mercato unico del credito e un elevato livello di tutela dei consumatori, avesse trovato solo una parziale attuazione e che, stante la

(*borrowers*) senza l'intervento dell'intermediario, almeno nell'accezione tradizionale del termine. Se in linea teorica, il modello di *social lending* dovrebbe prevedere solo la messa in contatto, attraverso la piattaforma *online*, di soggetti disposti a prestare denaro con altri soggetti disposti a ricevere finanziamenti – e, quindi, fungere come una sorta di *marketplace* virtuale dove le domande di finanziamento e le offerte semplicemente si incontrano –, la realtà fattuale riflette un'immagine diversa. Ed infatti, il ruolo svolto in concreto della piattaforma è molto più ampio spaziando da servizi quali la verifica del merito creditizio a quello di gestione delle sofferenze ed eventuale recupero del credito. Per una panoramica completa sulle piattaforme di *social lending* si veda E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in M.T. PARACAMPO (a cura di) *Fin Tech. Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di), Torino, 175. Sulle diversità di struttura e funzionamento tra gli strumenti *Fin Tech* e gli strumenti tradizionali del comparto bancario e finanziario si rimanda a G. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 208 ss.; E. RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 301 ss.; F. BASSAN e M. RABITTI, *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Consumerism 2016, Nono rapporto annuale. Dalla sharing alla social economy*, Roma, 2016, 8 ss.

¹⁴ Per una compiuta disamina circa l'incidenza dell'emergenza sanitaria sulla conclusione dei contratti bancari, finanziari e assicurativi in modo semplificato e, in particolare, attraverso una facilitazione delle procedure di imputabilità della dichiarazione negoziale al cliente, sia consentito rinviare a C. ROBUSTELLA, *Emergenza sanitaria e intervento normativo sulla conclusione semplificata dei contratti del mercato finanziario*, in U. MAVAGNA -A. SCIARRONE ALIBRARDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: Dall'efficienza alla sostenibilità*, Pisa, 2021, 247 ss.

¹⁵ È del 2020 la relazione della Commissione europea sull'attuazione della CCD ove si evidenzia che la stessa direttiva è stata solo parzialmente efficace nel garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e la creazione di un mercato interno ben funzionante. In particolare, la relazione della Commissione ha individuato una serie di criticità che hanno impedito il raggiungimento di alcuni degli obiettivi prefissati dal legislatore comunitario quali, *inter alia*, l'ambito di applicazione limitato della direttiva 08/48/CE, la previsione di obblighi di informazione non sempre adatti rispetto agli sviluppi del mercato nonché l'elevato grado di diversità nell'implementazione e applicazione delle norme da parte dei singoli Stati Membri che hanno determinato una frammentazione del quadro normativo nel mercato interno. Per un'analisi critica e particolareggiata delle valutazioni, Cfr. *Relazione sull'attuazione della direttiva sul credito al consumo*, COM(2014)259 final e COM(2020)963 final, consultabili su eur-lex.europa.eu.

perdurante “pertinenza” degli interessi sottesi, era necessario insistere nella medesima direzione.

L’esigenza di ammodernare la struttura del credito al consumo, soprattutto sul piano dell’offerta transfrontaliera e della competitività del mercato interno, non pregiudicando, frattanto, l’interesse dei consumatori, ha visto il legislatore europeo impegnarsi in una complessiva riforma della disciplina dei contratti di credito ai consumatori, che si è conclusa con la approvazione della Direttiva UE/2023/2225(CCD II),¹⁶ pubblicata il 30 ottobre 2023 sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea¹⁷, sostitutiva della precedente direttiva 2008/48/CE (Consumer Credit Directive – CCD). Gli Stati membri dell’Unione dovranno adottare entro il 20 novembre 2025 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla CCD II e tali disposizioni saranno applicate a decorrere dal 20 novembre 2026.

In linea con la formulazione dell’appena tramontata CCD, la nuova Direttiva in materia di credito ai consumatori, dopo aver specificato che la nuova disciplina si applica “ai contratti di credito”, riporta un dettagliato elenco di tipologie di finanziamenti contrattuali che, in base al valore e alle caratteristiche degli stessi, sono esclusi dall’ambito di applicazione della CCD II.

In particolare, nell’attuale contesto della CDD II, il legislatore europeo amplia l’ambito oggettivo di applicazione della disciplina sotto un duplice profilo¹⁸. Per un verso, amplia la competenza per valore, facendo rientrare nel perimetro applicativo della nuova direttiva i contratti di finanziamento con importo totale del credito inferiore a 200 euro, precedentemente rientranti nella soglia minima di esenzione di cui all’art. 2, comma 2, lett. c, CCD; e aumenta da 75.000 a 100.000 euro la soglia

¹⁶ PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO EUROPEO, direttiva 18 ottobre 2023, n. 2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE, in www.curia.eu.

¹⁷ In Gazz. Uff. UE del 30 ottobre 2023.

¹⁸ V. art. 2 direttiva UE/2023/2225, così come già auspicato dalla COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo del 30.06.2021*, COM(2021) 347 final, in www.curia.eu, § 15.

massima finanziata, al fine di neutralizzare gli effetti inflazionistici verificatisi dal 2008 ad oggi.

Per altro verso, la direttiva interviene su alcune esenzioni presenti nella CDD I, al fine di far rientrare nel perimetro applicativo della nuova disciplina anche i contratti di credito che consentono di acquistare beni o servizi attraverso dilazioni del prezzo di acquisto, in genere attraverso un piano di rimborso a rate e senza applicazione di interessi e spese. In questa direzione, del resto, si era chiaramente mossa la Commissione Europea in sede di proposta di revisione della CDD (“Proposta di Direttiva”)¹⁹, pubblicata il 30 giugno 2021, che aveva auspicato l’applicabilità della disciplina di maggior favore per il consumatore, tra gli altri, anche alle dilazioni di pagamento in forza delle quali un fornitore di merci o un prestatore di servizi, senza offerta di credito da parte di un terzo, concede al consumatore tempo per pagare le merci da esso fornite o i servizi da esso prestati²⁰. Tale auspicio trovava spiegazione nella volontà delle istituzioni comunitarie di includere nell’ambito di applicazione della CCD anche i cd. *buy-now-pay-later* – contratti di credito che consentono di acquistare istantaneamente beni o servizi dilazionando il prezzo di acquisto in un numero variabile di rate senza interessi.

Trattandosi di una forma di finanziamento a breve termine di importo contenuto, esso si è rapidamente diffuso sul mercato del credito, con importanti ricadute sulle vendite *e-Commerce*²¹. Come si vedrà, tuttavia, gli auspici della Commissione Europea sono rimasti sostanzialmente disattesi, dal momento che la CCD II seppur formalmente apra a nuove prospettive in ordine alle dilazioni di pagamento di un debito preesistente concesse gratuitamente dal finanziatore,

¹⁹ COM(2021) 347 final, *o.u.c.*

²⁰ V. art. 2, lett. f), direttiva UE/2023/2225.

²¹ Per una descrizione capillare dei potenziali rischi intrinseci e delle tutele riconosciute ai clienti dalla disciplina in materia di trasparenza bancaria in ordine allo strumento c.d. *buy-now-pay-later* si veda BANCA D’ITALIA, *Comunicazione della Banca d’Italia in tema di buy-now-pay-later (BNPL)*, 2022, in *bancaditalia.it*, ove si denuncia come il BNPL seppur solitamente utilizzato per l’acquisto di beni di consumo di importo contenuto potrebbe incentivare acquisiti non consapevoli e non interamente sostenibili dai consumatori esponendoli a un rischio di sovraindebitamento.

subordina l'applicabilità della disciplina di maggior favore per il consumatore alla ricorrenza di stringenti requisiti oggettivi e soggettivi che ne riducono sensibilmente la portata e l'operatività²².

La Direttiva, come si vedrà, pur segnando un significativo passo avanti nella regolamentazione del fenomeno, individua specificamente dei modelli di *Buy Now, Pay Later* che non rientrano nel proprio perimetro applicativo, stabilendo all'uopo una distinzione fondamentale basata sulla presenza di interessi, spese aggiuntive e l'intermediazione di terze parti.

3. Negli ultimi anni, il fenomeno del *Buy Now, Pay Later* (BNPL)²³ ha guadagnato rapidamente popolarità in tutto il mondo. *Scalapay, Klarna, Clearpay, Afterpay e Affirm* sono solo alcune delle piattaforme di tecnologia finanziaria ('*fintech*')²⁴ che consentono ai consumatori di finanziare il pagamento di beni o servizi in pagamenti rateali di piccolo taglio, anziché pagare l'intero importo alla cassa²⁵.

Nella sua forma più tradizionale (Pay in X), questo servizio di *split-payment* coinvolge tre parti: *i)* il consumatore che intende acquistare beni o servizi; *ii)* il venditore che colloca sul mercato tali beni o servizi; *iii)* un soggetto terzo (la piattaforma BNPL) che, in virtù di un accordo con il commerciante, anticipa l'intero importo e permette al consumatore di rateizzare il pagamento. Al momento dell'acquisto, i clienti pagano la prima rata in anticipo alla piattaforma BNPL, mentre

²² Cfr. art. 2, comma 2, lett. *h*), direttiva UE/2023/2225 ove esclude dal suo perimetro normativo le dilazioni commerciali di pagamento per le quali *i)* un fornitore di merci o un prestatore di servizi, senza offerta di credito da parte di un terzo, concede al consumatore tempo per pagare le merci da esso fornite o i servizi da esso prestati; *ii)* il prezzo d'acquisto sia da pagare senza interessi e senza altre spese; *iii)* il pagamento deve essere interamente eseguito entro 50 giorni dalla fornitura delle merci o dalla prestazione dei servizi.

²³ V. L. HUFFMAN, *Best Buy Now, Pay Later Apps*, in *Investopedia*, July 2024.

²⁴ V. A. CLERE, *Top 10 buy-now-pay-later (BNPL) providers around the world*, in *Fintech magazine*, Apr. 12, 2023.

²⁵ Una panoramica del mercato BNPL e dei principali operatori fintech è offerta da D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, in *TTLF Working Papers*, 89, p. 1 ss.

l'importo residuo è dovuto successivamente in più rate (di solito 2 o 3) a scadenze predefinite²⁶. Non è generalmente previsto il pagamento di interessi, mentre la principale fonte di reddito per le piattaforme sono le commissioni di affiliazione commerciale (tra il 2% e il 12%)²⁷, molto più elevate rispetto a quelle dei pagamenti con carta di credito (di solito inferiori al 2%), che il commerciante paga con la prospettiva di accrescere il volume delle vendite e di diminuire il tasso di abbandono del carrello²⁸.

Benché il metodo di pagamento più diffuso al mondo sia ancora la carta di credito, soprattutto per completare transazioni di valore elevato, il BNPL registra oggi una crescita esponenziale²⁹, offrendo ai consumatori una maggiore flessibilità e inclusione finanziaria³⁰. Non a caso, la distinzione fondamentale con le carte di

²⁶ L'esempio descrive le caratteristiche tipiche di una transazione BNPL nell'ambito di un "merchant partner acquisition model". Una strategia alternativa è il "app-driven acquisition mode", in cui i fornitori di BNPL pre-approvano le richieste di credito dei consumatori all'interno delle loro app proprietarie (cfr. Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), *Buy Now, Pay Later: Market trends and consumer impacts* (Sep. 2022), p. 12 ss.)).

²⁷ Per esempio, gli utilizzatori di *Afterpay* pagano immediatamente un terzo del prezzo d'acquisto e, in caso di ritardi sulle rate successive sono tenuti a versare commissioni che possono arrivare al 25 % del valore totale dell'ordine (Afterpay, FY21 Annual Report); *Scalapay* applica commissioni di ritardo che arrivano al 15 % del valore del prestito; *Klarna* chiede fino a 8 euro per ogni rata non pagata entro i termini. I dati in questione sono tratti dalle condizioni generali di contratto predisposte dagli operatori BNPL e pubblicate sui propri siti web ufficiali.

²⁸ L. GOBBI, Buy Now Pay Later, *caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 730, a cura di Banca d'Italia, Roma, 2022, p. 5. ss., ove il rilievo che, negli anni, il panorama dei modelli di *business* delle piattaforme BNPL si è arricchito, da un lato, con la possibilità di ottenere finanziamenti a medio termine presso esercenti convenzionati per importi più elevati, dietro pagamento di interessi da parte del cliente (c.d. POS *lending*); dall'altro, offrendosi ai clienti carte virtuali da usare per dilazionare i pagamenti senza interessi anche presso esercenti non convenzionati.

²⁹ Negli Stati Uniti, La spesa per la BNPL è aumentata rapidamente, con un incremento del 230% dal 2020 in poi, più di cinque volte il tasso di crescita della spesa con carta di debito (43%) e significativamente superiore alla crescita della spesa con carta di credito (8%): cfr. Accenture, *The Economic Impact of Buy Now, Pay Later in the US*, Accenture Report (Comm. by Afterpay) (Sep. 2021), pp. 12-13. In Italia, il BNPL registra una crescita annua a due cifre. I prodotti BNPL erogati nel nostro Paese hanno infatti registrato un deciso incremento del 47% nel 2022, in ulteriore accelerazione rispetto al 35% del 2021: cfr. l'analisi della Centrale Rischi Finanziari (CRIF), 2022, in *Newsletter* di CRIF nov. 2023, p. 17 ss.

³⁰ N. MEGAW, *Will Covid and Klarna kill the credit card?*, in *Financial Times*, 17 settembre 2021.

credito resta l'assenza di interessi sui pagamenti posticipati³¹. Nella maggior parte dei casi, poi, gli operatori BNPL neppure forniscono alle agenzie di *rating* dati sui prestiti erogati, con la conseguenza che il finanziamento BNPL non influisce sul punteggio di credito del cliente³². I consumatori sono pertanto sempre più attratti da questa nuova formula di finanziamento; e la pandemia Covid-19 ha accelerato tale tendenza³³, poiché le vendite *e-commerce* sono cresciute in linea con una significativa trasformazione digitale nei settori bancario e finanziario³⁴.

³¹ Se le carte di credito forniscono una linea di credito che consente ai consumatori di acquistare articoli e a ripagare il prestito in futuro più gli interessi (cfr. R. LAKE, *How do credit cards work?*, in *Investopedia*, Dec. 20, 2023), l'altro strumento di pagamento differito, simile al BNPL, risale agli anni '20, allorché, durante la Grande Depressione, i rivenditori hanno consentito ai consumatori di acquistare articoli per la casa (come frigoriferi, lavatrice e mobili) tramite «*layaway*» (cfr. J. SUROWIECKI, *Delayed Gratification*, in *The New Yorker* (Dec. 25, 2011). Il *Black's Law Dictionary* definisce il *layaway* come «*[a] method of buying goods by having the seller, usu. for a deposit, keep the goods until the full price can be paid by a predetermined date*»: v. *Layaway*, *Black's Law Dictionary* (11th ed. 2019).

³² La segnalazione di gravi morosità da parte delle piattaforme BNPL ai sistemi di informazioni creditizie varia a seconda degli ordinamenti ed è influenzata anche dai termini e dalle condizioni specifiche del contratto di utilizzo del servizio BNPL. Ad esempio, i punteggi di credito dei clienti BNPL situati negli Stati Uniti o nel Regno Unito non sono influenzati in caso di mancati pagamenti. In questi ordinamenti, le società di carte di credito forniscono invece alle agenzie di *rating* del credito (CRAs) relazioni periodiche sugli acquisti e altre operazioni finanziarie di ciascun cliente registrato presso le rispettive autorità fiscali. Il punteggio di credito che risulta dai report gestiti dalle CRAs serve alle banche, alle società di carte di credito e ad altri istituti finanziari per decidere se concedere un prestito (anche se a breve termine) e a quali condizioni come, ad esempio, l'interesse da applicare: cfr. A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, in *EuCML*, 2023, p. 185 ss., testo e nt. 11 e 12. In Italia per il credito ai consumatori non esistono al momento obblighi regolamentari che impongano di segnalare le esposizioni (*in bonis* o deteriorate) di un soggetto verso il sistema (cfr. la circolare 139 di Banca d'Italia), ancorché sussistano sistemi di informazioni creditizie di natura privata (es. C.R.I.F.) a cui per prassi gli intermediari segnalano i finanziamenti concessi e da cui ricevono informazioni utili per la valutazione del merito di credito dei clienti: cfr. L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, cit., p. 22. Tuttavia, la piattaforma *Scalapay* avverte nel proprio foglio informativo che il mancato rispetto delle condizioni di utilizzo e del piano di pagamento potrebbe comportare gravi conseguenze, tra cui la riduzione delle possibilità di accedere, in futuro, a finanziamenti, perché le informazioni sui mancati o ritardati pagamenti *potrebbero* essere trasmesse a sistemi di informazioni creditizie.

³³ Si v. CARDIFY, *COVID-19 and the surge of "buy now, pay later"*, Cardify Report (July 29, 2020).

³⁴ Ad esempio, negli Stati Uniti, nel 2021, l'*e-commerce* è aumentato del 14, 2% rispetto all'anno precedente e del 50, 5% rispetto al 2019: v. J. GOLDBERG, *'E-Commerce Sales Grew 50 % to dollari870 Billion During The Pandemic*, in *Forbes*, 18 febbraio 2022. In Europa, le statistiche mostrano che il maggiore aumento nell'uso dell'*e-commerce* è stato registrato nel 2020, coincidendo quindi con l'inizio della pandemia: v. S. LONE-N. HARBOUL-J.W.J. WELTEVREDEN, *European E-commerce Report* (2021).

A differenza di altre innovazioni digitali e finanziarie, le piattaforme BNPL sono però di più facile utilizzo. Rispetto al classico credito al consumo, le richieste di finanziamento sono valutate in tempi estremamente rapidi, spesso istantanei (basta un *click!*), poiché dagli utenti si pretendono un numero modesto di informazioni (generalità, numero di telefono, indirizzo *e-mail* e una carta di debito o di credito validi)³⁵. Le società BNPL non effettuano controlli presso le agenzie di *rating* prima di autorizzare la transazione. La dimensione contenuta dei prestiti (di solito per acquisti inferiori ai 1.000,00 euro) fa sì che il finanziamento venga concesso senza lo svolgimento di una accurata valutazione del merito creditizio (c.d. *soft check*)³⁶. Il *customer journey* è pertanto molto agevole e invoglia non solo in caso di acquisti imprevisti o di emergenza, ma anche categorie di utenti, quali ad esempio i giovani (generazione Z e Y), privi di una solida storia creditizia³⁷.

³⁵ M. DI MAGGIO-M.J. KATZ-E. WILLIAMS, *Buy now, pay later credit: User characteristics and effects on spending patterns*, in *NBER Working Papers*, n. 30508, p. 6 ss.

³⁶ G. CORNELLI-L. GAMBACORTA-L. PANCOTTO, *Buy now, pay later: a cross-country analysis*, in *BIS Quarterly Review*, 2023, p. 61 ss., spec. p. 63, nt. 4, rilevano che, mentre i controlli *soft* effettuati dalle piattaforme BNPL si riferiscono al reddito e alla storia recente dei pagamenti, un controllo *hard*, effettuato dalle società di carte di credito o dalle banche, è un esame approfondito dell'intera storia creditizia, del comportamento finanziario e dei debiti in sospeso. Per maggiori ragguagli v. J. KAGAN, *Soft Credit Check*, in www.investopedia.com: «A soft credit check is an inquiry into your credit report initiated either by you or a company even if you didn't apply for credit. It is primarily used to screen for preapproval financing offers or for a background check. A soft inquiry does not affect your credit score, which is a numerical representation of your creditworthiness that creditors use to determine if they should extend credit to you»; e cfr. anche E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, in *Seattle J. Tech. Env't & Innovation L.* 1 (2023), p. 2, nt. 9: «As compared to a direct or hard check, a soft check on a consumer's credit score does not affect the consumer's credit score. Typically, when consumers are applying for traditional credit cards, the creditors do a "hard pull", which may negatively impact a consumer's credit score because it indicates the frequency at which the borrower is seeking additional credit».

³⁷ Così L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, cit., p. 20; e cfr. anche B. HODGE, *Buy Now, Pay Later (BNPL) Statistics for Businesses in 2022*, in *Fit Small Business* (Jan. 31, 2022): «Boomers and later generations are more prone to using traditional buying methods, showing some hesitation about BNPL services. This, paired with millennial and Gen-Z enthusiasm surrounding BNPL, has skewed usage toward mainly younger people. In fact, eMarketer found that 75% of BNPL users are from those younger generations»; L. EDWARDS-S. BARBER, *Buy now, pay later (BNPL) statistics*, in *Finder.com* (Apr. 22, 2024), la cui analisi mostra come 7 persone su 10 appartenenti alle generazioni Y (1981-1996) e Z (nati dopo il 1996) utilizzino i servizi BNPL: il 69% dei *Millennial* (di età compresa tra 24 e 42 anni) e il 68% della generazione Z (di età compresa tra 18 e 23 anni). BNPL è ormai popolare anche tra la Generazione X (43-54 anni), poiché più della metà di questo gruppo (52%) lo ha utilizzato almeno una volta. È invece meno popolare tra le

4. In questi anni, l'afflato altamente protettivo delle legislazioni a tutela dei consumatori ha finito per ostacolare l'accesso al credito ad intere generazioni di consumatori³⁸. Però, l'intento di migliorare la qualità del credito non può più prescindere dall'inclusione finanziaria. Perché, come autorevolmente spiegato, «*the harms which can arise in sub-prime credit markets must be balanced against the harm of not accessing credit at all*»³⁹. Ecco, allora, che a causa della rigida offerta da parte dei prestatori tradizionali, i fornitori BNPL aggirano le normative a tutela dei consumatori, estendendo l'offerta di credito a soggetti altrimenti esclusi dai canali tradizionali⁴⁰.

Sotto il profilo comportamentale, torna utile allora comprendere perché lo strumento BNPL stia avendo grande successo tra i consumatori⁴¹. In realtà, le

generazioni più anziane, con 3 *baby boomers* (1946-1964) su 10 (31%) e meno di 1 su 10 della *silent generation* che ammettono di utilizzarlo.

³⁸ A. JOHNSON, *Denied: Many Americans Have Been Turned Down for Credit*, in *Bankrate* (Nov. 23, 2020).

³⁹ Financial Conduct Authority, *The Woolard Review – A review of change and innovation in the unsecured credit market*, Report to the FCA Board, 2 February 2021, 45, p. 16.

⁴⁰ Per un'analisi della normativa federale e statale statunitense applicabile agli accordi BNPL, ma che le piattaforme BNPL cercano di evitare, v. E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., p. 3 ss. Un sguardo sulla scivolosa regolamentazione italiana e su quella europea in divenire è offerto da L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, cit., p. 11 ss. Un'approfondita e completa indagine del quadro normativo BNPL negli U.S.A., nel Regno Unito e in Europa si trova in D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, cit., pp. 28 ss., 47 ss., 69 ss.

⁴¹ Le dimensioni del mercato BNPL è aumentato in maniera esponenziale dal 2020 in poi: cfr. Worldpay from FIS, *The Global Payment Report for Financial Institutions and Merchants*, Worldpay Report (2022), p. 7, ove si nota che le transazioni BNPL sono cresciute a un ritmo vertiginoso, rappresentando il 2,9% del valore delle transazioni globali di *e-commerce* nel 2021, proiettandosi al 5,3% entro il 2025. Dati recenti mostrano che il settore globale del BNPL dovrebbe crescere di 10-15 volte rispetto al volume attuale entro il 2025, raggiungendo, secondo alcune stime, 1.000 miliardi di dollari di volume lordo annuale: cfr. *CB Disrupting The dollar's Payment Card Business: The Outlook On 'Buy Now, Pay Later'*, CB Insights Report (2021), p. 3. Non a caso, il mercato dei BNPL è stato investito da ingenti capitali: nel 2020 i *player* BNPL in forte crescita hanno raccolto la cifra record di 1,5 miliardi di dollari in 20 operazioni (con un aumento del 42% rispetto al 2019): cfr. FT Partners, *Buy Now Pay Later, Revolutionizing Traditional Credit With Convenience, Data & eCommerce*, FT Partners Report (September 2021), pp. 27-28. Nel Regno Unito, dove è in corso la definizione di una regolamentazione del fenomeno, il BNPL rappresenta in termini di valore il 6% del commercio elettronico, che nel Paese è pari al 17,3% del commercio totale; mentre in Italia si

motivazioni che spingono gli utenti all'utilizzo dei servizi BNPL sono fin troppo intuitive. Le stesse piattaforme sostengono che BNPL offra ai consumatori maggiori comodità per l'acquisto di beni e servizi e una migliore capacità di gestione del proprio flusso di cassa, spesso a costi inferiori e con grande flessibilità rispetto ai prodotti e servizi finanziari tradizionali⁴². I risultati di alcune indagini condotte sul lato della domanda danno manforte a queste affermazioni. Eppure, nel complesso, la ricerca sulle impressioni generali dei consumatori riflette un quadro eterogeneo⁴³. Vediamo perché.

In una recente indagine del *Consumer Finance Institute* della *Federal Reserve Bank di Philadelphia*, viene alla luce che il motivo principale per i consumatori statunitensi è proprio la comodità d'utilizzo (52, 6%), seguita dall'entità dell'acquisto (46, 2%) e dalla capacità di gestire meglio le proprie finanze (43, 8%)⁴⁴. Altri studi, invece, dimostrano come spesso la scelta sui servizi BNPL ricada anche per l'aspettativa di ottenere tassi di interesse inferiori (11%), oppure perché, rispetto al settore delle carte di credito, si percepisce una maggiore accessibilità (11%)⁴⁵.

Del resto, anche la burocrazia è un fattore che incide notevolmente sulle scelte dei consumatori. Lo dimostra, tra l'altro, l'elevato tasso di abbandono che si riscontra nelle richieste di apertura di un conto corrente bancario da parte dei giovani consumatori statunitensi (40%), solitamente causato dalle relative lungaggini

attesterebbe al 20 % del valore del commercio elettronico a fronte, però, di un mercato *e-commerce* meno incidente e pari al 10, 5 %. In Europa, gli stessi dati si attestano rispettivamente all'8 % e al 2 %: cfr. L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, cit., p. 9 ss.

⁴² J. TIJSEN-R GARNER, *Buy Now, Pay Later in the UK. Consumers' Delight, Regulators' Challenge* (2021) Bain & Company, p. 2 ss.; D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, cit., p. 7 ss.

⁴³ J. CHIEN, *Buy now, pay later. Policy measures to mitigate consumer risks from evolving business practices*, July 20, 2023 (BNPL Policy White Paper), p. 15 ss.

⁴⁴ Il sondaggio è stato condotto su un campione di su 2.070 consumatori statunitensi: cfr. T. AKANA, *Buy Now, Pay Later: Survey Evidence of Consumer Adoption and Attitudes*, in *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, June 2022, p. 8 ss.

⁴⁵ Si v. *Buy Now, Pay Later Services*. *Consumer Reports Nationally Representative Internet Survey* (Agosto 2022), condotto *online* su un campione rappresentativo a livello nazionale di 2,013 utenti statunitensi di diverse piattaforme BNPL.

imputabili alla procedura di autenticazione e alla complessità dei formulari⁴⁶.

Il percorso complessivo messo a disposizione del cliente è dunque un fattore chiave per l'adozione di questi nuovi prodotti di credito. Non a caso, le piattaforme BNPL offrono una navigazione e flussi di lavoro intuitivi, unitamente a decisioni immediate e interfacce semplici da utilizzare che contribuiscono a creare un'esperienza di valore per la clientela. La disponibilità del *customer care*, la funzionalità del prodotto (*id est*: addebiti diretti in conto, promemoria in *app* di pagamenti imminenti, tracciabilità degli acquisti, nonché il temporaneo *snoozing* dei pagamenti) aiutano i consumatori a gestire il debito BNPL in modo molto più semplice e trasparente⁴⁷.

D'altra parte, i prodotti di credito a breve termine e senza interessi rappresentano un'opportunità per i consumatori. I dispositivi BNPL hanno il potenziale per migliorare l'accesso al credito per chi ha una storia creditizia *subprime* o per coloro che sono tradizionalmente *underbanked* e *underserved*⁴⁸. Senza contare l'altro risvolto di questo cambio epocale: che, cioè, la presenza di prestatori non tradizionali potrebbe stimolare la concorrenza, facendo emergere nuove opzioni di pagamento fornite dalle banche con tassi di interesse più bassi e condizioni più chiare⁴⁹.

Senonché, non è tutto oro quel che luccica. Anzi, alcune delle ragioni di fondo

⁴⁶ J.G. ASARE, *Dear Businesses: Generation Z Does Not Want To Hear "Please Hold"*, in *Forbes* (Nov. 11, 2019).

⁴⁷ D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, cit., p. 9, che nota, inoltre, come i clienti guardino alle soluzioni BNPL anche come opzione di pagamento preferita per gestire efficacemente i periodi di prova dei loro acquisti, ridurre gli attriti legati ai resi ed eliminare i rischi associati.

⁴⁸ L. PAGEL, *BankThink Buy now/pay later could help young consumers build credit histories*, in *American Banker* (March 9, 2022); J. TIJSSSEN-R. GARNER, *Buy Now, Pay Later in the UK. Consumers' Delight, Regulators' Challenge*, cit., pp. 30 ss., secondo cui i prodotti BNPL sono «*a more cost-effective method of borrowing than traditional alternatives*» e possono essere visti come un miglioramento dell'inclusione finanziaria e sociale per coloro che incontrano ostacoli nell'accesso a prodotti e servizi finanziari tradizionali.

⁴⁹ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., pp. 186-187.

alla base del successo del BNPL destano preoccupazione. In effetti, il credito al consumo può servire non solo per finanziare grandi acquisti, ma anche per pareggiare il bilancio e coprire bisogni essenziali⁵⁰. Alcuni consumatori hanno dichiarato di utilizzare BNPL per alleviare lo *stress* finanziario, onde ottenere generi alimentari per la propria famiglia⁵¹. Per altri (45%), invece, il motivo principale resta quello di effettuare acquisti che non ci si potrebbe permettere altrimenti⁵².

Certo, si dirà che l'opzione BNPL contribuisce così a rendere più accessibile ai consumatori una gamma sempre più ampia di beni e servizi, sbloccando il loro potere d'acquisto⁵³. Ma è di tutta evidenza che l'inesistenza di regole sulla valutazione del merito creditizio e lo sfruttamento dei *bias* comportamentali dei consumatori, in particolare alla luce del passaggio a modelli di acquisizione basati su *app*, porti con sé

⁵⁰ Un'indagine statunitense dimostra che l'utilizzo di BNPL era originariamente concentrato nel settore dell'estetica e dell'abbigliamento, ma negli ultimi anni si è diversificato in altri settori. I commercianti di articoli di bellezza e di abbigliamento costituivano in precedenza l'80,1% dei prestiti originati nel 2019, scendendo al 58,6% nel 2021 (cfr. Consumer Financial Protection Bureau: *Buy Now, Pay Later: Market Trends and Consumer Impacts*, cit., pp. 3, 10, 35, 70). Nello stesso periodo, l'uso di BNPL è aumentato in settori quali l'elettronica, il fitness/attrezzature sportive, i giochi/hobby, la gioielleria, i grandi magazzini e i beni e le merci in generale. Abbigliamento, elettronica, elettrodomestici e articoli per la casa sono le prime quattro categorie di acquisto degli utenti di BNPL (cfr. *Buy Now, Pay Later Services. Consumer Reports Nationally Representative Internet Survey*, cit., p. 12). Il *trend* è però in via di mutamento: le necessità quotidiane come trasporti, generi alimentari, cibo e servizi di pubblica utilità hanno registrato una crescita del 736% rispetto al 2019, sollevando la preoccupazione che un piccolo ma crescente numero di consumatori si stia affidando a BNPL per gli acquisti essenziali rispetto a quelli discrezionali (cfr. Consumer Financial Protection Bureau: *Buy Now, Pay Later: Market Trends and Consumer Impacts*, cit., p. 70). Tra questi, un settore emergente è l'alta formazione: cfr. *Buy Now Pay Later estende la sua applicazione oltre i tradizionali settori dell'e-commerce*, luglio 2024, <https://www.gsom.polimi.it/knowledge/buy-now-pay-later-oltre-ecommerce/>.

⁵¹ La motivazione riportata nel testo è di una mamma *single* in congedo per malattia non retribuito: cfr. Consumer Reports: *Buy Now, Pay Later Online Discussion Panel*, May 2023.

⁵² *Buy Now, Pay Later Services. Consumer Reports Nationally Representative Internet Survey*, cit., p. 8, ove, inoltre, si scopre che il secondo motivo principale (44%) è «*I'd rather pay in installments instead of one lump*». Diversamente, nel The Ascent nationally representative survey (June 2022), *Buy Now, Pay Later Services Grow in Popularity*, <https://www.fool.com/the-ascent/research/buy-now-pay-later-statistics/>, condotto su un campione di 2.000 utenti statunitensi di diverse piattaforme BNPL, il motivo principale citato dal 45% degli intervistati è stato «*to make purchases that otherwise wouldn't fit in my budget*», seguito dal 37% degli intervistati che ha invece affermato «*I want to avoid paying credit card interest*».

⁵³ J. TIJSSSEN-R GARNER, *Buy Now, Pay Later in the UK. Consumers' Delight, Regulators' Challenge*, cit., p. 32.

il pericolo di un indebitamento eccessivo (*infra*)⁵⁴, soprattutto per quegli utenti BNPL già esposti al rischio di *default* con i prodotti di credito tradizionali⁵⁵.

5. Come per altre forme di finanziamento, BNPL comporta alcuni rischi che devono essere attentamente considerati e gestiti. Vediamo, da presso, quali.

5.1. A causa del loro peculiare modello di *business*, le società BNPL gestiscono il proprio rischio di credito consentendo all'utente di guadagnare il privilegio di utilizzare la piattaforma in misura maggiore anziché eseguire controlli formali sulla concessione del credito⁵⁶. Un processo decisionale rapido rischia però di estendere irresponsabilmente il credito a una fetta di consumatori, spesso giovane e con un reddito instabile o basso, che potrebbe non essere in linea con gli *standard* di accessibilità e il loro effettivo *credit score*⁵⁷.

Da un punto di vista normativo, questo modello di *business* solleva preoccupazioni in termini di sostenibilità del debito⁵⁸. L'effetto cumulativo della scarsa divulgazione di prezzi e commissioni, la valutazione limitata della capacità di rimborso, la rendicontazione incoerente alle agenzie di *rating* del credito e lo sfruttamento di pregiudizi comportamentali può difatti generare situazioni di

⁵⁴ Le piattaforme BNPL vengono spesso progettate utilizzando disegni ingannevoli, al fine di incidere sull'autocontrollo degli utenti, i quali sono portati a compiere determinate scelte, ovvero a spendere sempre più frequentemente: cfr. Federal Trade Commission, *Bringing Dark Patterns to Light*, Sep. 2022, www.ftc.gov/reports/bringing-dark-patterns-light, ove i termini “*deceptive designs*”, “*deceptive design patterns*”, “*deceptive patterns*” e “*dark patterns*” vengono utilizzati in modo intercambiabile per descrivere pratiche di progettazione che ingannano o manipolano gli utenti inducendoli a fare scelte che altrimenti non avrebbero fatto e che potrebbero causare danni.

⁵⁵ H. GDALMAN-M. GREENE-N. CELIK, *Buy Now, Pay Later: Implications for Financial Health*, in *Financial Health Network*, March 2022.

⁵⁶ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., p. 185.

⁵⁷ Si v. European Banking Authority: ‘*Final Report on response to the nonbank lending request from the CfA on digital finance*’, EBA/Rep/Apr. 2022

⁵⁸ D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later (“BNPL”) Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, in *TTLF Working Papers*, 89, p. 23 .

sovraindebitamento⁵⁹.

Beninteso, per i consumatori con elevata alfabetizzazione finanziaria, ottimi punteggi di credito e facile accesso al credito, le soluzioni BNPL offrono miglioramenti sostanziali nei tempi di pagamento. Tuttavia, almeno per chi ha già difficoltà a gestire le proprie finanze personali, questa tipologia di credito al consumo, nel dare immediata gratificazione (c.d. «*instant gratification*»)⁶⁰, stimola allo *shopping* impulsivo⁶¹ e facilita la spesa oltre le reali capacità di pagamento⁶².

Il consumatore si misura con un mondo estremamente complesso, che non conosce, se non nelle sue parvenze epidermiche. Egli non è un soggetto totalmente razionale e la semplicità di utilizzo delle piattaforme BNPL potrebbe ostacolare la sua capacità di fare scelte avvedute, controllare le proprie spese e tenere traccia dei propri debiti e rimborsi⁶³. Ne è esempio paradigmatico l'utilizzo simultaneo di più linee di credito BNPL⁶⁴. In effetti, se le richieste dei consumatori raggiungono il massimale consentito con un prestatore oppure queste vengono rifiutate (perché, ad esempio, il consumatore risulta già in mora rispetto ad altra pregressa dilazione), la probabilità che intervenga un altro fornitore BNPL disposto al finanziamento è davvero elevata, se si considera l'asimmetria informativa attualmente imperante nel settore⁶⁵. L'opportunità contrattuale campeggia qui perché i prestatori non tradizionali non hanno di regola bisogno di informarsi dalle agenzie di *rating* prima di fornire il

⁵⁹ J. CHIEN, *Buy now, pay later. Policy measures to mitigate consumer risks from evolving business practices*, cit., pp. 16-26.

⁶⁰ A. FEDOROV, *Buy Now, Pay Later – Vice or Virtue?*, 2022, <https://vskp.vse.cz/86903> (Aug. 20, 2022), p. 8.

⁶¹ I. IKEDA-K. PICENO, *Buy now, pay later products*, White paper, <https://cca.hawaii.gov/dfi/files/2022/11/2022-BNPL-Research-Memo-F.pdf>, p. 9 ss.

⁶² M. LUX-B. EPPS, *Grow now, regulate later? Regulation urgently needed to support transparency and sustainable growth for buy-now, pay-later*, cit., pp. 6, 12.

⁶³ V. Consumer Financial Protection Bureau (CFPB): *Consumer Financial Protection Bureau Opens Inquiry into “Buy Now, Pay Later” Credit*, (Dec. 16, 2021), p. 13 ss.

⁶⁴ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later’ (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., p. 188. S

⁶⁵ J. ALCAZAR-T. BRADFORD, *The Appeal and Proliferation of Buy Now, Pay Later: Consumer and Merchant Perspectives*, Fed. Rsrv. Bank of Kansas City (Nov. 2021).

servizio ai consumatori, né sono obbligati a comunicare tra loro il debito accumulato dal richiedente⁶⁶.

Quello testé ricordato è solo un frammento, fra i più visibili, degli svantaggi immediati in cui il consumatore può incappare. Nondimeno i prodotti BNPL presentano anche rischi a lungo termine. Poiché gli utenti BNPL sono generalmente i più giovani, va da sé che eventuali contestazioni dovute alle difficoltà finanziarie riscontrate nell'utilizzo dei servizi BNPL potrebbero ostacolare la loro capacità di accedere ai finanziamenti in futuro. La «trappola del debito» per le nuove generazioni sarebbe dunque un serio rischio da evitare, anche perché, su scala più ampia, ciò potrebbe perfino tradursi in un danno alla stabilità dell'economia nel suo complesso⁶⁷.

5.2 Di là dalle preoccupazioni connesse all'*overconsumption* e *overspending*, i sistemi BNPL pongono un serio problema di trasparenza. Spesso, infatti, le piattaforme pubblicizzano questa tipologia di prodotto come 'a costo zero'⁶⁸. Ad esempio, *Afterpay* afferma che la loro attività «è completamente gratuita per clienti che pagano in tempo, aiutando le persone a spendere in modo responsabile senza incorrere in spese, interessi, commissioni o debiti prolungati»⁶⁹. A ben vedere, si tratta però di una strategia di *marketing* che può risultare fuorviante, quasi ingannevole, considerato che una parte delle entrate dei fornitori di BNPL deriva da elevate penali per ritardi di pagamento e altri costi nascosti⁷⁰.

Ad esempio, nel mercato italiano, *Scalapay* addebita commissioni, per ogni

⁶⁶ A. KLIMOWICZ, *Buy now, but pay for it later: how bnpls allow unsecured consumer debt to accumulate without regulation*, in *Illinois Business Law Journal*, 27, 2022, p. 39 ss.

⁶⁷ N. MARTIN-D. LYNN, *The afterpay hangover*, in *Loyola Consumer Law Review*, 34, 2023, p. 529 ss.

⁶⁸ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*,

⁶⁹ Si v. *Afterpay, Our Story* – Afterpay Corporate, AFTERPAY (Aug. 19, 2022), <https://corporate.afterpay.com/our-story>.

⁷⁰ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., p. 187.

rata, fino a 6 euro se il pagamento della rata non viene effettuato entro 24 ore dalla data di scadenza; fino a ulteriori 6 euro se il pagamento della rata non viene effettuato entro il nono giorno successivo alla data di scadenza; in ogni caso, le commissioni di ritardato pagamento non superano mai il 15% del costo totale del prodotto⁷¹. Nel mercato britannico, *Clearpay* addebita una penale di mora di 6 sterline per acquisti inferiori a 24 sterline. Per acquisti pari o superiori a 24 sterline, le penalità totali per il ritardo possono ammontare al 25% del prezzo⁷². Allo stesso modo, *Klarna*, tra i fornitori BNPL più diffusi nell'Unione europea, addebita penali per il ritardo di importi pari a: i) 3 euro per rata qualora il valore complessivo dell'ordine sia inferiore a 100 euro; ii) 5 euro per rata qualora il valore complessivo dell'ordine sia compreso tra 100 e 199,99 euro; iii) 8 euro per rata qualora il valore complessivo dell'ordine sia pari o superiore a 200 euro, o l'importo massimo consentito dalla legge applicabile, ove sia inferiore⁷³. Per gli utenti statunitensi, invece, se un consumatore inizia a non pagare consecutivamente dopo l'acquisto fino alla fine del periodo di prestito, *Afterpay* si riserva il diritto di addebitare non solo la tassa di mora iniziale di 10 dollari, ma anche un'ulteriore tassa di 8 dollari se il pagamento rimane impagato per altri dieci dopo la data di scadenza⁷⁴. Poco male, si dirà, non foss'altro che nel caso in cui un consumatore non paghi su un acquisto di 250 dollari tutti i ratei, egli incorre nella penale più alta di 68 dollari, il che equivale approssimativamente a un tasso di interesse mensile del 25% o a un tasso annuo del 300%⁷⁵.

D'altra parte, è possibile che coloro che accedono a più prestiti PNBL (con lo stesso piano o altri aggiuntivi) incappino in un debito "*loan stacking*", perché il consumatore potrebbe non disporre di fondi sufficienti per coprire l'importo da

⁷¹ Si v. <https://cdn.scalapay.com/website/ip/terms-and-conditions/it-IT/terms-and-conditions.pdf>.

⁷² Si v. <https://www.clearpay.co.uk/en-GB/terms-of-service>.

⁷³ Si v. https://cdn.klarna.com/1.0/shared/content/legal/terms/0/fr_fr/user.

⁷⁴ Si v. <https://help.afterpay.com/hc/en-au/articles/900005359783-Is-there-a-cost-to-using-Afterpay>.

⁷⁵ E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., p. 10.

pagare⁷⁶.

Oltre ai tassi di mora, quando un addebito bancario non va a buon fine, il costo collaterale del finanziamento può risultare davvero elevato. In caso di prelievi automatici BNPL gli istituti di credito possono infatti imporre costi a sorpresa sotto forma di spese per fondi non sufficienti⁷⁷. Il *credit score* del consumatore è così ulteriormente danneggiato; e il fenomeno si fa ancora più plateale quando alcuni prestatori effettuano tentativi di prelievo multipli, difficilmente revocabili⁷⁸. In questi casi, il consumatore è di fatto inconsapevole che un pagamento non andato a buon fine possa comportare sanzioni finanziarie da parte di un'istituzione "esterna" alla piattaforma BNPL. L'assenza di informazioni adeguate non è nemmeno colmata dalla comune pratica di invio di SMS prima del prelievo automatico, in quanto la stessa funge più da notifica che da richiesta di consenso per il prelievo⁷⁹. Insomma, sebbene l'addebito diretto possa essere vantaggioso, in quanto fornisce un mezzo di rimborso rapido, prevedibile e a basso costo, il danno economico potenziale al consumatore supera la convenienza iniziale⁸⁰.

Al riguardo, gli esempi si sprecano. A partire da quello di un'ipotetica giovane consumatrice di ventisei anni, che lavora a tempo pieno come cameriera in un ristorante; e che, incuriosita dall'idea di non dover pagare subito, compie di un ordine di acquisto del valore di 400 dollari su una piattaforma BNPL, inizialmente optando per il servizio di pagamento automatico, così da evitare di incorrere in penalità di mora. Sennonché, con grande disappunto, l'estratto conto mensile mostra una commissione di 35 dollari per fondi non sufficienti sulla prima carta di debito, uno

⁷⁶ I. IKEDA-K. PICENO, *Buy now, pay later products*, cit., p. 12.

⁷⁷ D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, cit., p. 29.

⁷⁸ E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., pp. 21-22.

⁷⁹ La prassi delle piattaforme BNPL di reiterare i pagamenti senza informare delle potenziali conseguenze di un mancato pagamento è abusiva perché sfrutta in modo irragionevole i mutuatari: cfr. Consent Order, In *Re Fort Knox Nat'l Co.*, No. 2015-CFPB-008 (Apr. 20, 2015).

⁸⁰ J. CHIEN, *Buy now, pay later. Policy measures to mitigate consumer risks from evolving business practices*, cit., pp. 20-21.

scoperto di 25 dollari sulla seconda carta di debito e una commissione di 7 dollari per i ritardi BNPL. Preoccupata, la stessa decide di utilizzare il denaro destinato alle spese di vita essenziali per pagare completamente le rate rimanenti di BNPL⁸¹.

Il circolo vizioso è evidente. I fornitori BNPL attirano i clienti creando una sensazione illusoria di aumento del potere d'acquisto. I servizi BNPL sono promossi con espliciti riferimenti alla loro gratuità. Alcuni *slogan* pubblicizzano BNPL come il modo più semplice per ottenere ciò che si desidera oggi pagandolo in seguito senza difficoltà⁸². Eppure, la maggior parte dei dati attestano che chi accede a questi finanziamenti sottovaluta le perdite future e sopravvaluta il benessere attuale. La mancanza di un'adeguata trasparenza sul rischio premia realmente solo chi può permettersi i pagamenti BNPL, mentre chi potrebbe utilizzare lo strumento per necessità, vede le proprie spese aumentare a causa di un falso senso di sicurezza reclamizzato dal prestatore BNPL⁸³.

L'attuale prassi degli istituti BNPL, che incoraggia i prelievi automatici senza congrua informativa sulle penalità finanziarie, sfrutta allora in modo irragionevole (*recte*, abusivo) la capacità dei consumatori di comprendere il rischio materiale associato all'uso del prodotto e, quindi, di proteggere i propri interessi al meglio. Al riguardo, del resto, le prime azioni legali stanno timidamente venendo alla ribalta.

In *Najah Edmundson v. Klarna, Inc.*, N.3:21-cv-00758, (D. Conn. June, 2 giugno 2021), *Klarna* deve affrontare una *class action* nello Stato del Connecticut in cui si sostiene che il prestatore BNPL non abbia avvisato il consumatore del primo tentativo di

⁸¹ E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., p. 4.

⁸² A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., p. 187.

⁸³ Una recente indagine svolta negli Stati Uniti ha rilevato che il 26% degli intervistati ha in essere pagamenti BNPL inferiori a 50 dollari al mese. Sebbene le commissioni per mancati pagamenti varino in base al servizio, generalmente, queste sono superiori a 5 dollari o al 10% dell'importo rateale. Se un consumatore salta due pagamenti, incorrendo in una commissione minima aggiuntiva, i BNPL iniziano ad assomigliare molto agli interessi delle carte di credito. Inoltre, il 40% di chi utilizza i sistemi BNPL ha mancato più di un pagamento e il 72% ha visto il proprio *credit score* diminuire: cfr. *Buy Now Pay Later Market: North America Accounting 30% of worldwide Sales*, *Precedence Research* Wed, Jun 15, 2022.

prelievo (che ha comportato una commissione di scoperto di 35 dollari su un pagamento di 15,83 dollari) e di un secondo tentativo di prelievo su un acquisto diverso (che ha comportato un'altra commissione di scoperto di 35 dollari su un pagamento di 9,31 dollari). Nel caso di specie, il consumatore avrebbe dunque subito l'addebito di una penale complessiva di 70 dollari per due acquisti pari ad un totale di 26,14 dollari⁸⁴. Stando così le cose, non sembrerebbero esserci dubbi sul pregiudizio economico patito dal consumatore. Una sanzione di gran lunga superiore al prezzo d'acquisto è contraria ai principi della ragione, prima che ad una specifica previsione legislativa⁸⁵.

Invero, anche un primo tentativo di prelievo senza un adeguato preavviso può causare una perdita economica di rilievo. In *Miller v. Afterpay US*, 3:21-cv-04032 (N.D. Cal. May 27, 2021), *Afterpay* si trova ad affrontare un'azione legale collettiva per non aver informato i consumatori delle ingenti commissioni di scoperto e di insolvenza associate all'utilizzo del servizio. L'attrice principale sostiene che il pagamento automatico che la piattaforma BNPL ha tratto dal suo conto, pari a poco più di 15 dollari, abbia comportato una commissione bancaria di 35 dollari per scoperto. Nonostante *Afterpay* abbia una *policy* nella quale afferma che il prestatore addebita solo «una commissione di mora per ogni rata»⁸⁶, lo stesso prestatore consente però al consumatore di aprire più acquisti rateali su un unico conto. Ecco, allora, che se il consumatore non rispetta una data di scadenza su un conto applicabile a diversi acquisti rateali, il finanziatore può penalizzare il consumatore con molteplici addebiti di mora⁸⁷.

5.3 Le funzionalità dei servizi BNPL svolgono un ruolo sempre più importante

⁸⁴ E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., p. 20.

⁸⁵ Lo insegna, del resto, la nostra Corte cost., ord., 24 ottobre 2013, n. 248, in *Giust. cost.*, 2013, p. 3767; Corte cost., ord., 2 aprile 2014, n. 77, in *Foro it.*, 2014, I, c. 2035.

⁸⁶ *How do Payments Work*, *Afterpay help center* (June, 2023),

⁸⁷ E. LEE, *Buy Now, Pay Later: No Fees. No Credit Check*, cit., p. 23.

nei piani di crescita degli esercenti e nelle strategie di acquisizione e fidelizzazione dei clienti. Le opzioni di *check-out* BNPL sono incorporate nei siti *web* dei commercianti tramite API (*Application Programming Interface*), che aiutano a rimuovere le barriere all'acquisto e a offrire esperienze di cassa efficienti e senza soluzione di continuità, con l'obiettivo di aiutare gli esercenti a catturare una base di consumatori più larga, ad aggregarne la domanda e ad aumentare le opportunità di *cross-selling*⁸⁸. Inoltre, i venditori possono sfruttare gli elenchi di negozi *online* di fiducia dei fornitori BNPL per aumentare l'esposizione a nuovi clienti, mostrare il proprio marchio e le proprie offerte a nuovi clienti attraverso attività di *co-marketing*. Le piattaforme BNPL possono così generare potenti intuizioni e fornire ai *partner* commerciali dati preziosi sui segmenti di clientela e sui tipi di prodotti preferiti dai clienti (gli acquisti passati, il tempo di navigazione, gli articoli visualizzati e salvati e le condivisioni sui social), che i commercianti possono sfruttare per adattare le loro offerte e soddisfare le loro esigenze⁸⁹.

Le attuali tendenze del mercato BNPL, in particolare il passaggio a un modello di *business* basato su *app*, hanno pertanto spostato le opportunità e gli incentivi dei fornitori BNPL verso una politica *marketing* cooperativo diffusa. Trattandosi di un fenomeno caratterizzato da un rapporto continuativo con i clienti, le piattaforme hanno attualmente accesso a notevoli quantità di dati sui modelli di acquisto e di

⁸⁸ D. MILANESI, *Buy Now, Pay Later ("BNPL") Under Regulatory Scrutiny – The Evolving Regulatory Landscape for BNPL in the United States, the United Kingdom, and Europe*, cit., p. 11. È interessante notare che una recente indagine indica che i commercianti che utilizzano soluzioni BNPL hanno ottenuto il 13% in più di nuovi clienti: cfr. Accenture, *The Economic Impact of Buy Now, Pay Later in the US*, cit., p.

⁸⁹ Dati recenti mostrano una forte preferenza da parte dei commercianti di medie dimensioni per l'acquisizione di clienti rispetto all'aumento della conversione del carrello e all'aumento del valore medio dell'ordine in tutte le categorie, il che determina la loro disponibilità a pagare di più per il *marketing* di affiliazione che per il finanziamento: cfr. J. TIJSEN-R GARNER, *Buy Now, Pay Later in the UK. Consumers' Delight, Regulators' Challenge*, cit., pp. 2, 38-40. D'altra parte, soluzioni BNPL note e affidabili alla cassa possono anche dare credibilità e rendere gli acquirenti più propensi a fidarsi di commercianti più piccoli o più recenti che stanno ancora costruendo il loro marchio e la loro fiducia con i clienti online: v. Capital Economics: *Buy Now, Pay Later (BNPL) and the new economic landscape*, Capital Economics Report (Comm. by Klarna) (March 2021), p. 33.

spesa dei clienti. Tali dati possono essere utilizzati per informare la progettazione dello *User Experience* (UX) e dello *User Interface* (UI) al fine di spingere i consumatori verso le azioni desiderate. Oppure possono essere raccolti e monetizzati⁹⁰.

Tutto lineare, all'apparenza. Sennonché, i consumatori potrebbero non rendersi conto del modo in cui i loro dati e le loro informazioni vengono raccolti ed elaborati dai fornitori BNPL e potrebbero pertanto avere una capacità limitata di controllarli o correggerli. A conti fatti, anche in questo settore dell'economia digitale, il confine tra *marketing* accettabile e sfruttamento illegale dei dati risulta poco chiaro, se non proprio oscuro⁹¹.

5.4. Un'altra doglianza relativa ai servizi BNPL è la mancanza di meccanismi efficaci di risoluzione delle controversie. In questo contesto, l'assenza di processi chiari e coerenti non solo pone frustranti sfide logistiche ai consumatori, ma può anche causare danni finanziari⁹².

Beninteso, le pratiche relative alla richiesta di rimborsi nel mezzo di una controversia variano a seconda del fornitore BNPL. Nondimeno, specie nel modello di *business* basato su *app*, si è soliti riscontrare che quando i consumatori hanno bisogno di aiuto con una restituzione o un rimborso, il processo richiede più tempo rispetto al piano di rateizzazione e vi è assoluta incertezza su chi sia il responsabile⁹³. In assenza di regole precise e uniformi, la procedura di reso può risultare complicata se l'esercente rifiuta di autorizzare il rimborso per un articolo contestato. Certo, il mutuatario può contattare la piattaforma BNPL per presentare un reclamo, tramite

⁹⁰ J. CHIEN, *Buy now, pay later. Policy measures to mitigate consumer risks from evolving business practices*, cit., p. 24.

⁹¹ Si v. Congressional Research Services (CRS), *Rapidly Growing "Buy Now, Pay Later" (BNPL) Financing: Market Developments and Policy Issues*, CRS Report (Nov. 1, 2021), p. 3.

⁹² J. CHIEN, *Buy now, pay later. Policy measures to mitigate consumer risks from evolving business practices*, cit., p. 27.

⁹³ I. IKEDA-K. PICENO, *Buy now, pay later products*, cit., p. 16.

l'app dell'istituto di credito o contattando l'assistenza clienti. Ma l'iter è di solito tutto fuorché spedito⁹⁴.

Il punto è che, pur in presenza di una contestazione motivata, i prestatori BNPL continuano a richiedere al mutuatario di effettuare i pagamenti rateali previsti dal contratto di finanziamento, anche dopo che il prodotto sia stato restituito, nell'attesa che le indagini si concludano e la controversia commerciale sia risolta con successo⁹⁵.

5.5. Infine, anche dal lato degli esercenti possono sorgere problemi. I commercianti affiliati alle società BNPL sono direttamente esposti al rischio di controparte e all'eventuale *default* dei fornitori. Questo nuovo modello di *business* si è sviluppato in un quadro economico caratterizzato da stabilità dei prezzi e da tassi di interesse che si sono mantenuti estremamente bassi per un lungo periodo di tempo, permettendo agli operatori BNPL di prestare denaro a tasso zero ricavando profitto dalle commissioni caricate sugli esercenti. L'aumento dei tassi di interesse potrebbe allora avere conseguenze negative sui prestatori BNPL, aumentando il costo del debito e riducendo i margini di profitto per gli operatori. Senza contare che, all'effetto del costo del debito sulla profittabilità degli operatori se ne aggiunge un altro: quello, per intenderci, causato dall'aumento dei prezzi e dalla conseguente riduzione generale dei consumi⁹⁶.

In questi frangenti, le principali piattaforme BNPL devono affrontare problemi di redditività. I mercati potrebbero percepire il settore BNPL come più rischioso e gli operatori non tradizionali potrebbero faticare a raccogliere i finanziamenti utili ad investire in infrastrutture tecnologiche e in competenze digitali per far fronte alla domanda BNPL in forte crescita. D'altra parte, le pressioni ambientali e il

⁹⁴ Il prestatore BNPL generalmente avvia un'indagine e contatta sia il mutuatario che il commerciante. Una volta conclusa l'indagine, il creditore attribuisce la responsabilità a una delle parti e può emettere un rimborso o un credito.

⁹⁵ V. Consumer Financial Protection Bureau: *Buy Now, Pay Later: Market trends and consumer impacts*, cit., p. 73 ss.

⁹⁶ L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, cit., p. 14 ss.

conseguente aumento dei tassi di interesse da parte della BCE e di altre banche centrali potrebbero rallentare la domanda, il che comunque inciderebbe negativamente sulla liquidità a disposizione delle aziende BNPL.

Ad ogni modo, su queste basi, il riverbero microeconomico sarebbe fallimentare. Nel caso di difficoltà finanziarie o di *default* delle società BNPL, per gli esercenti potrebbero infatti venire improvvisamente a mancare i guadagni derivanti dagli acquisti effettuati correttamente dai consumatori sulle piattaforme, ma non completati nei confronti dell'esercente a causa dell'improvvisa inadempienza delle società BNPL⁹⁷.

6. La facilità di accesso ai servizi BNPL, unitamente alla circostanza che si tratta di servizi utilizzati per l'acquisto di beni di consumo di importo contenuto, ha spinto la Banca d'Italia, nell'ottobre 2022, a diramare una comunicazione⁹⁸ volta a richiamare l'attenzione dei consumatori sulle forme di BNPL maggiormente diffuse sul mercato italiano, sui possibili rischi e sulle tutele riconosciute ai clienti dalla normativa sulla trasparenza bancaria. Nella nota, l'Autorità di Vigilanza ha analizzato i due modelli di BNPL maggiormente in uso sul mercato italiano.

Il primo modello vede il diretto coinvolgimento nell'operazione di una banca o un intermediario finanziario (*provider*) che, sulla base di un accordo con il venditore di beni e servizi, anticipa allo stesso l'importo dovuto. L'acquirente, che fruisce del servizio tramite la piattaforma digitale del *provider*, rimborserà a rate (in genere senza interessi e commissioni) l'importo che quest'ultimo ha versato al venditore, la prima delle quali verrà corrisposta al buon esito della transazione e le successive a

⁹⁷ A. MACHURA URBANIAK-P.M. LUPINU, *Buy Now, Pay Later' (BNPL) Payment Service. Opportunities and Legal Challenges for EU Consumers and Businesses*, cit., p. 189, secondo cui, nell'attuale quadro normativo europeo, sarebbe complicato recuperare gli importi dovuti negli stessi termini di una procedura di insolvenza.

⁹⁸ Comunicazione della Banca d'Italia in materia di Buy Now Pay Later (BNPL): <https://www.bancaditalia.it/compiti/tutela-educazione/avvisi-comunicazioni/2022.10.28/index.html>.

scadenze mensili consecutive.

Questa fattispecie non crea particolari problemi, poiché il finanziamento viene concesso direttamente dalla banca o un intermediario finanziario e il cliente potrà usufruire delle tutele previste dalla disciplina della trasparenza bancaria e dei controlli operati dalla Banca d'Italia. Per tali forme di dilazioni di pagamento, infatti, troveranno applicazione le norme sul credito al consumo in presenza di: un tasso di interesse, importi superiori a 200 euro, rimborso oltre i 3 mesi e valore delle commissioni significativo (art. 122, comma 1, t.u.b). Troveranno, dunque, applicazione le disposizioni sulla trasparenza, sugli obblighi precontrattuali, sulla verifica del merito creditizio, sulle clausole contrattuali, sul diritto di recesso, sul rimborso anticipato e sulla cessione dei crediti; e anche se il finanziamento (e la relativa dilazione) dovesse ricadere nel regime di esenzione definito dall'art. 2, comma 2, CDD, troverà comunque applicazione l'impianto generale della normativa di trasparenza ai sensi dell'articolo 115 del t.u.b., che prevede specifici obblighi a carico degli intermediari (*id est*, pubblicità, informativa precontrattuale, forma scritta dei contratti) e diritti a favore dei clienti (*id est*, presentazione reclami o ricorrere all'ABF).

Nel secondo schema di BNPL richiamato dalla Banca d'Italia, invece, la dilazione di pagamento viene concessa direttamente dal venditore al consumatore, senza interessi o altri oneri, a cui segue immediatamente la cessione *pro soluto* del credito del venditore a una banca o a un intermediario finanziario.

A questo secondo modello di BNPL non si applicheranno le norme sulla trasparenza bancaria non instaurandosi alcun rapporto contrattuale tra consumatore e intermediario: la dilazione di pagamento viene concessa dal venditore sulla base di una valutazione sommaria e veloce della capacità di rimborso dell'acquirente e trattandosi di dilazione di pagamento concessa gratuitamente non solo non può essere considerata un'attività finanziaria riservata per legge a banche e intermediari

finanziari, potendo, al contrario, essere svolta anche dai venditori di beni e servizi a norma dell'art. 122, comma 5 TUB, ma sfugge anche all'operatività delle norme dettate in tema di credito al consumo.

Ciò in quanto il BNPL viene offerto come modalità di pagamento dal *merchant* al consumatore (con la piattaforma che compra il credito successivamente), ragion per cui la piattaforma non fa credito al consumo, ma credito B2B⁹⁹.

La Banca d'Italia, a conclusione del *report* sulla diffusione del fenomeno BNPL in Italia, ha auspicato un inquadramento del servizio di BNPL nella nuova Direttiva relativa al credito al consumo (cd. CCD II), con particolare riferimento:

- alle informazioni da fornire al consumatore riguardo le condizioni contrattuali;
- alla valutazione del merito creditizio per contribuire a ridurre il rischio di sovra indebitamento della clientela.

7. L'impianto generale della nuova direttiva sul Credito al consumo si lascia particolarmente apprezzare per la centralità acquisita dalla figura del consumatore, la cui tutela rappresenta il baricentro dei contratti di credito al consumo. Significativo, in tal senso, è la previsione sul comportamento dei creditori e degli intermediari finanziari che nell'esercizio della propria attività devono necessariamente agire in maniera onesta, equa, trasparente e professionale, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori¹⁰⁰. In questa prospettiva, con l'obiettivo di favorire scelte consapevoli e informate, è prescritto l'obbligo per i creditori e gli intermediari del credito di fornire ai consumatori informazioni precontrattuali personalizzate sulla base del modulo "Informazioni europee di base relative al credito ai consumatori"

⁹⁹ T. ROSSI, *Il buy now pay later in Italia*, in www.dirittobancario.it.

¹⁰⁰ Cfr. art. 32, direttiva UE/2023/2265 nella parte in cui viene dettata la disciplina in tema di norme di comportamento per i creditori e intermediari finanziari da rispettare quando si concedono crediti ai consumatori.

(“SECCI”). A differenza di quanto accadeva in passato, però, è previsto che tali informazioni debbano essere messe a disposizione del consumatore in tempo utile prima che quest’ultimo sia vincolato dal contratto. Ciò al fine di garantire che i consumatori abbiano tempo sufficiente per leggere e comprendere le informazioni, confrontare le offerte e prendere una decisione con piena cognizione di causa (Considerando n. 36). La norma reputa, tuttavia, sufficiente che le informazioni siano fornite meno di un giorno prima che il consumatore sia vincolato dal contratto o dall’offerta di credito¹⁰¹, prevedendosi, in tal caso, l’obbligo in capo al creditore e all’intermediario del credito di inviare al consumatore un promemoria sulla possibilità di recedere dal contratto entro 14 giorni dalla sua conclusione.

L’essenzialità e la delicatezza che la fase pre-negoziale riveste nella formazione del consenso del consumatore ha spinto il legislatore europeo a introdurre, altresì, il divieto di dedurre l’acquisizione del consenso anche per i servizi accessori tramite opzioni di *default*, ivi incluse le caselle preselezionate¹⁰².

La tecnica seguita dal legislatore europeo, dunque, appare improntata ancora una volta ad un paternalismo coercitivo, laddove una protezione maggiore del consumatore passa per l’imposizione di divieti circa la pubblicità dei prodotti di credito che incoraggiano i consumatori a chiedere credito, identificando nel medesimo uno strumento di miglioramento della loro situazione finanziaria che costituisce una valida alternativa al risparmio e, dunque, in grado di migliorare il tenore di vita del consumatore¹⁰³.

¹⁰¹ Cfr. art. 10, comma 2, direttiva UE/2023/2265 laddove le informazioni precontrattuali siano fornite meno di un giorno prima, il consumatore ha diritto a ricevere su supporto cartaceo o su altro supporto durevole, un promemoria per ricordare la possibilità di recedere dal contratto di credito o dai servizi di credito tramite *crowdfunding* ai sensi della procedura delineata dall’art. 26 della direttiva. Nel *considerando* n. 38, si precisa, inoltre, che qualora le informazioni precontrattuali siano fornite meno di un giorno prima che il consumatore sia vincolato da un contratto o da un’offerta di credito, il creditore e, se del caso, l’intermediario del credito dovrebbero ricordare al consumatore, *tra uno e sette giorni* dopo la conclusione del contratto o, se del caso, dopo la presentazione dell’offerta vincolante di credito da parte del consumatore, la possibilità di recedere dal contratto di credito.

¹⁰² Cfr. art. 15, direttiva UE/2023/2265.

¹⁰³ Cfr. art. 8, comma 7 e 8, direttiva UE/2023/2225.

Nonostante le auspiccate rilevanti modifiche che si reputavano necessarie, la nuova Direttiva non si discosta molto dallo spirito della Direttiva 48/2008/CE tutta incentrata attorno al c.d. prestito responsabile. Nella consapevolezza che valutazioni del merito creditizio poco rigorose consentono ai consumatori di ottenere credito in ogni caso – anche quando questo non sia giustificato dalla loro situazione finanziaria –, sono diverse le misure volte ad arginare il patologico fenomeno del sovraindebitamento.

Più nel dettaglio, è chiarito come la valutazione del merito creditizio deve essere effettuata nell'interesse del consumatore sulla base di informazioni pertinenti e accurate sul reddito e sulle spese del consumatore stesso e su altre informazioni sulla situazione economica e finanziaria che siano necessarie e proporzionate e dovrebbe tener conto di tutti i fattori necessari e pertinenti che potrebbero influenzare la capacità del consumatore di rimborsare il credito¹⁰⁴. In tale logica, i servizi di credito potranno essere erogati solamente laddove i risultati della valutazione del merito creditizio indichino che gli obblighi derivanti dal suddetto contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto stesso, salvo specifiche eccezioni. Sicché, la valutazione da compiere non sarà delineata in astratto ma ancorata allo specifico caso concreto. Tuttavia, ciò non significa che il credito possa o debba esser concesso soltanto in ipotesi di certezza di recupero finanziario. *Contra*, l'Europa – specie a fronte delle conseguenze dell'evento pandemico – si mostra particolarmente sensibile anche nei

¹⁰⁴ In tal senso v. considerando 54 e art. 18 ss., direttiva UE/2023/2225. In tal senso, le Linee guida dell'Autorità bancaria europea sull'origine e il monitoraggio dei prestiti (EBA/GL/2020/06) indicano quali categorie di dati che possano essere utilizzate per il trattamento dei dati personali ai fini della valutazione del merito creditizio. Tra questi, i documenti giustificativi del reddito, le fonti di rimborso, le informazioni sulle attività e passività finanziarie o le informazioni su altri impegni finanziari. *Contra*, nell'effettuare tale valutazione non dovrebbero essere usati i dati personali trovati sulle piattaforme dei media social o, ancora, i dati sanitari, compresi quelli inerenti alle patologie tumorali. In ordine al grave fenomeno dell'esclusione finanziaria che genera esclusione sociale e «nuove discriminazioni *in vitro*»: M. FRANCESCA, *Inclusione finanziaria e modelli discriminatori*, in M. FRANCESCA e C. MIGNONE (a cura di), *Finanza di impatto sociale. Strumenti, interessi e scenari attuativi*, Napoli, 2020, 228.

confronti di coloro che versano in una situazione di difficoltà finanziaria. Seppur il documento in commento non contenga nessuna disposizione a favore dei soggetti meno abbienti, essendo gli strumenti a tutela dei medesimi rimessi alle politiche degli Stati Membri, la Commissione raccomanda apertamente l'adozione di misure idonee a far sì che creditori e finanziatori, tradizionali e nuovi, possano essere incoraggiati ad esercitare un ragionevole grado di tolleranza verso i consumatori più in difficoltà¹⁰⁵.

Sotto questo profilo, dunque, la Direttiva UE/2023/2995 in materia di credito ai consumatori ha l'ambizione di raggiungere numerosi obiettivi, avendo introdotto diverse novità rispetto alla direttiva 48/08/CEE. Si tratta di obiettivi che, nella maggior parte dei casi, si traducono in nuovi o più onerosi obblighi in capo ai creditori e agli intermediari del credito.

Venendo più dettagliatamente al fenomeno del BNPL, il Considerando 16 della Direttiva chiarisce che gli schemi «compra ora, paga dopo», in virtù dei quali il finanziatore accorda un credito al consumatore al fine esclusivo di acquistare merci o servizi da un fornitore o prestatore, sono nuovi strumenti di finanziamento digitali che consentono ai consumatori di effettuare acquisti e di saldarli col tempo, spesso senza interessi e senza altre spese e, pertanto, dovrebbero essere inclusi nell'ambito di applicazione della Direttiva. L'obiettivo del legislatore europeo, data la crescente diffusione del fenomeno e l'assenza di norme univoche, è fuor di dubbio quello di ricomprendere nel perimetro delle norme sul credito ai consumatori molte tipologie di dilazioni tipiche del BNPL.

¹⁰⁵ Così, art. 35, direttiva UE/2023/2225 con specifico riferimento alla disposizione rubricata «Morosità e misure di tolleranza», che suggerisce l'adozione di misure di cui avvalersi prima di dar avvio a procedure esecutive nei confronti di consumatori in difficoltà. Tra queste, a) rifinanziamento integrale o parziale di un contratto di credito; b) modifica delle condizioni esistenti del contratto di credito, che può includere, fra l'altro: *i*) l'estensione della durata del contratto di credito; *ii*) il cambiamento della tipologia del contratto di credito; *iii*) il differimento del pagamento integrale o parziale delle rate da rimborsare per un determinato periodo; *iv*) la modifica del tasso di interesse; *v*) l'offerta di una sospensione dei pagamenti; *vi*) rimborsi parziali; *vii*) la conversione di valuta; *viii*) la remissione parziale e il consolidamento del debito.

Più precisamente, l'art. 2, comma 2, lett. h) della CCD II, definisce l'ambito del *negative scope*, ovvero lo spazio in cui ricadono le dilazioni di pagamento non classificabili come credito al consumo. Più in particolare, la disciplina sul credito al consumo non troverà applicazione quando: (i) un fornitore di merci o un prestatore di servizi, senza offerta di credito da parte di un terzo, conceda al consumatore tempo per pagare le merci da esso fornite o i servizi da esso prestati; (ii) il prezzo d'acquisto debba essere pagato senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per spese limitate che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento ai sensi del diritto nazionale; e (iii) il pagamento debba essere interamente eseguito entro 50 giorni dalla fornitura delle merci o dalla prestazione dei servizi. Inoltre, nel caso di dilazioni di pagamento offerte da fornitori di merci o prestatori di servizi che non siano microimprese o PMI (il riferimento è a grandi operatori di *e-commerce*), ma che operino a distanza, la predetta esclusione si applica altresì solo se: (i) un terzo non offra crediti ai consumatori, né acquisti i crediti del fornitore di beni e servizi; (ii) il pagamento sia interamente eseguito entro 14 giorni dalla consegna delle merci o dalla prestazione dei servizi; (iii) il prezzo d'acquisto sia pagato senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per quelle che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento ai sensi del diritto nazionale. |

Attraverso l'esplicitazione delle attività rientranti nel "negative scope" (ossia l'ambito oggettivo escluso dal testo normativo), il legislatore delinea chiaramente quali pratiche BNPL sono ricomprese nel perimetro applicativo della Direttiva, stabilendo una distinzione fondamentale basata sulla presenza di interessi, spese aggiuntive e l'intermediazione di terze parti. Confluiscono, pertanto, nella disciplina del credito al consumo (i) le dilazioni gratuite ai consumatori accompagnate dall'offerta o dall'acquisto di crediti da parte di un terzo finanziatore, (ii) quelle il cui termine di adempimento è posticipato ad oltre 50 giorni dalla consegna del bene o dalla

prestazione del servizio ovvero, (iii) limitatamente ai contratti stipulati *on line* dai grandi player dell'e-commerce, le dilazioni superiori a 14 giorni.

Il tenore letterale della norma induce a ritenere che il ricorrere anche di uno solo dei suddetti elementi sia già di per sé in grado di qualificare una dilazione gratuita come una fattispecie di credito al consumo rilevante. E così, la dilazione di pagamento a 51 giorni concessa da una PMI (ovvero a 15 giorni in caso di vendita *on line* da parte di una grande impresa) sarebbe elemento sufficiente per qualificare la posticipazione dei termini di pagamento come credito al consumo disciplinato dalla Direttiva, indipendentemente dall'intervento nell'operazione di un terzo finanziatore.

Come è stato osservato¹⁰⁶, verrebbe a delinearsi in questo modo, in nome della protezione degli interessi dei consumatori, un nuovo ambito di attività creditizia riservata, in deroga al principio tradizionale secondo cui i venditori di beni e servizi possono concedere liberamente dilazioni gratuite del prezzo e senza particolari limiti temporali. Questa nuova attività riservata, tuttavia, viene in rilievo solamente quando il beneficiario della dilazione sia un consumatore e il termine per l'adempimento concesso superi una delle due soglie sopra riferite¹⁰⁷.

¹⁰⁶ M. ROMANELLI, *Il Buy Now Pay Later alla luce della Direttiva CCD II*, cit., p. 2.

¹⁰⁷ Osserva M. ROMANELLI, op, loc. cit., che la *ratio* di tale significativa novità normativa è rinvenibile nel *considerando* 17 della Direttiva, che attraverso il richiamo al credito responsabile e all'operatività dei *merchant on line* di grandi dimensioni, sottolinea come «*tali grandi fornitori o prestatori online, considerata la loro capacità finanziaria e la loro possibilità di indurre i consumatori ad acquisti impulsivi e potenzialmente a un consumo eccessivo, potrebbero altrimenti offrire dilazioni di pagamento in misura molto ampia, senza alcuna garanzia per i consumatori, e indebolire la concorrenza leale con altri fornitori di merci o prestatori di servizi. Una siffatta limitazione consentirebbe comunque ai consumatori di effettuare i pagamenti comodamente entro due settimane, garantendo nel contempo che i grandi fornitori di merci o prestatori di servizi online che intendono concedere crediti su larga scala con un periodo di tempo più lungo siano soggetti alla presente direttiva*». L'inclusione del BNPL tra le forme di credito al consumo, imporrà agli operatori commerciali del settore il rispetto delle regole di trasparenza, al pari degli intermediari creditizi, per quanto concerne le iniziative pubblicitarie e l'informativa precontrattuale e contrattuale; saranno inoltre tenuti a svolgere una approfondita valutazione del merito creditizio del richiedente, «*nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento*». E' evidente, conclude l'a., che tale radicale cambio di prospettiva condurrà ragionevolmente le piattaforme di *Buy Now Pay Later* a ripensare gli attuali processi di customer experience.

Va peraltro evidenziato che, in base alla lettura combinata del considerando 15 e dell'art. 2, comma 8 della Direttiva CCD II, gli Stati Membri, nell'ambito della rispettiva implementazione, possono prevedere alcune deroghe agli obblighi di informativa contrattuale e precontrattuale e in materia di annunci pubblicitari per i (i) contratti di credito per un importo totale del credito al di sotto di 200 euro, (ii) i crediti senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per spese limitate che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento, (iii) i crediti che devono essere rimborsati entro tre mesi e che comportano solo spese di entità trascurabile.

Sotto il profilo della vigilanza sulle piattaforme BNPL, restano, invece non perfettamente delineati i requisiti per l'ottenimento dell'abilitazione richiesta dall'art. 37 della CDD II, così come le forme di vigilanza informative e ispettive a cui devono essere assoggettati gli operatori BNPL¹⁰⁸.

Come si è detto, gli Stati membri dovranno adottare entro il 20 novembre 2025 le disposizioni necessarie per conformarsi alla Direttiva, che dovranno applicarsi dal 20 novembre 2026. La Direttiva abrogata continuerà comunque ad applicarsi ai contratti di credito in corso al 20 novembre 2026 fino al loro termine.

Naturalmente, le leggi di recepimento della Direttiva Europea contribuiranno a rendere più intellegibile il disegno normativo ancora in divenire. Sebbene, infatti, la cornice normativa delineata dalla Direttiva miri a ricondurre il servizio BNPL nell'alveo applicativo del credito al consumo, introducendo disposizioni specifiche volte ad assicurare la trasparenza delle condizioni contrattuali, la corretta valutazione di solvibilità dei richiedenti e l'impiego di efficaci procedure di prevenzione di fenomeni di sovraindebitamento, appare del tutto evidente che la regolamentazione giuridica

¹⁰⁸ L'art. 37 della Direttiva prevede, al comma 1, che gli operatori di BNPL "*siano soggetti ad un'adeguata procedura di abilitazione a registrazione e a modalità di vigilanza stabilite da un'autorità competente e indipendente*". Il Comma 3 della disposizione, tuttavia, attribuisce la facoltà agli stati membri di non assoggettare a vigilanza le PMI e le microimprese.

del fenomeno è ancora tutta da costruire. Spetterà dunque ai singoli Stati membri la predisposizione di un quadro normativo che sia attento ai mutamenti della realtà economica-sociale e che, frattanto, si mostri rispettoso del principio del *responsible lending*.

Carmela Robustella

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università di Foggia*

Mario Natale

Avvocato

PARTE III

SERVIZI FINANZIARI TRA TRADIZIONE E INNOVAZIONE

**INDIPENDENZA ECONOMICA ED *EMPOWERMENT* FEMMINILE:
RIFLESSIONI IN PROSPETTIVA DI GENERE SUL DIRITTO DEL
MERCATO FINANZIARIO ***

*(Economic independence and female empowerment: a feminist
perspective on financial market law)*

ABSTRACT: *Lo studio esamina l'intersezione tra indipendenza economica ed emancipazione femminile nel contesto del diritto dei mercati finanziari. Attraverso una prospettiva di genere, esplora l'evoluzione della sensibilità verso la diversità di genere nel settore finanziario ed evidenzia il ruolo dei mercati finanziari come fenomeno sociale, dove le regole possono agire come fattore di disuguaglianza. Si discute inoltre della sfida di individuare una teoria giuridica femminista per ridefinire queste regole e si propone una riforma del Testo Unico della Finanza orientata alla parità di genere. Infine, considera l'importanza dell'intervento normativo e i rischi associati ai pregiudizi di genere nell'intelligenza artificiale, per sottolineare la necessità di una visione inclusiva del mercato finanziario.*

The study examines the intersection between economic independence and female empowerment within the context of financial market law. Through a gender perspective, it explores the evolution of sensitivity towards gender diversity in the financial sector and highlights the role of the financial markets as a social phenomenon, where rules can act as a factor of inequality. It also discusses the challenge of identifying a feminist legal theory to redefine these rules and proposes a reform of the Unified Financial Text oriented towards gender equality. Finally, it

*Contributo approvato dai revisori.

Il presente contributo costituisce esito di una riflessione comune condotta dagli Autori; nondimeno, è possibile attribuire le sezioni 1, 2 e 3 a Mirella Pellegrini, e le sezioni 4, 5 e 7 ad Antonio Davola, laddove la sezione 6 è da riferire congiuntamente ad entrambi.

considers the importance of regulatory intervention and the risks associated with gender bias in Artificial Intelligence, to underscore the need for an inclusive vision in the financial market.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. L'emersione di una sensibilità alla questione di genere nel settore finanziario. – 3. La situazione attuale. – 4. Il mercato finanziario come fenomeno sociale, e le regole come fattore di disuguaglianza. – 5. Una, nessuna, e centomila: la difficoltà nell'identificare una *feminist legal theory* per la ridefinizione delle regole del mercato finanziario. – 6. Il "DDL Capitali": una proposta di riforma del Testo Unico della Finanza in prospettiva di genere. – 7. Considerazioni l'importanza di un intervento normativo e i rischi connessi alla presenza di *gender bias* nell'Intelligenza Artificiale.

"Representation of the world, like the world itself, is the work of men; they describe it from their own point of view, which they confuse with the absolute truth."

[Simone de Beauvoir, *The Second Sex*, 1949]

1. Alla luce delle innumerevoli crisi che si sono susseguite a partire dal 2007, il nostro paese su impulso dell'UE, individua nella diversità di genere per le imprese italiane, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, una soluzione regolamentare in grado di stimolare uno *sviluppo virtuoso dell'economia*; ciò in linea con l'esigenza di una gestione imprenditoriale incentrata anche su criteri di equilibrio decisionale. Negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008, è emersa una abbondante letteratura empirica¹ che ha rafforzato il sostegno alla premessa secondo cui una partecipazione più diversificata nelle infrastrutture finanziarie, considerate sia dal lato degli operatori, sia dei clienti, potrebbe portare effetti positivi: una migliore gestione del rischio, la riduzione della volatilità del mercato e delle frodi, la creazione

¹ Per un inquadramento della letteratura più rilevante si veda A. ZATTONI, S. LEVENTIS, H. VAN EES, S. DE MASI, *Board diversity's antecedents and consequences: A review and research agenda*, in *The Leadership Quarterly*, 2023, 34, 1.

di tassi più elevati di innovazione e produttività nonché l'aumento della redditività.

Non si intende qui soffermarsi sul fatto che la parità di genere risponde in primo luogo all'esigenza di soddisfare i principi di fondamentale equità tra i cittadini, così come sanciti dalla Costituzione italiana, in particolare dagli artt. 3 e 51. E neppure ribadire gli orientamenti dell'Unione europea sull'equilibrio di genere negli organi delle imprese, che riescono ad alimentare un dibattito diversificato, promuovendo la messa in discussione di determinate decisioni con il consiglio di amministrazione, e, dunque, migliorano la qualità delle decisioni. O quelli relativi alla direttiva (che dopo essere arenata per anni ha ora visto la luce²) volta a garantire la parità e le pari condizioni tra uomini e donne, lasciando gli Stati membri liberi di determinare le modalità e le regole per raggiungere questo obiettivo politico.

Del pari, sia sufficiente rinviare alla numerosa letteratura in materia di valutazione dei livelli di produttività che caratterizzano le strutture aziendali (e, più in generale, i contesti operativi) maggiormente attente al tema, limitandoci a ribadire che la disuguaglianza di genere incide negativamente sulla *performance* gestionale, posto che negli ecosistemi che presentano una più ampia partecipazione femminile è possibile osservare un maggiore ricorso a soluzioni operative orientate a logiche di parità, necessarie per ottimizzare le forme di redistribuzione.

Val la pena invece qui sottolineare la peculiarità del settore finanziario e bancario, ambito in cui tradizionalmente sono state lasciate solo parti marginali alle donne, impedendo loro di dare un contributo costruttivo ad un'attività che avrebbe potuto avvantaggiarsi delle specificità intellettuali e culturali che queste portano, ma anche delle loro migliori prestazioni in termini di preparazione e risultati.

Peraltro, *l'iter* logico per verificare la validità della presenza femminile nei

² Ci si riferisce alla direttiva (UE) 2022/2381 del 23 novembre 2022, riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori delle società quotate e relative misure; v. altresì la direttiva (UE) 2023/970 del 10 maggio 2023, volta a rafforzare l'applicazione del principio della parità di retribuzione tra uomini e donne per uno stesso lavoro o per un lavoro di pari valore attraverso la trasparenza retributiva e i relativi meccanismi di applicazione.

contesti bancari e finanziari deve partire dalla considerazione che l'intera regolamentazione di questo settore coinvolge i principi generali della società civile al fine di migliorarne le modalità esplicative. In primo luogo, la tutela del risparmio (art.47 Cost.) e, quindi, la sottoposizione al controllo pubblico dei soggetti che esercitano l'attività bancaria e finanziaria è il fondamento di un complesso giuridico più ampio che mira alla dignità della persona, valutata nella sua configurazione unitaria uomo/donna, cioè senza discriminazioni³.

Dignità, equità, uguaglianza sono principi sociali che sono entrati a far parte del complesso disciplinare bancario dagli anni '30 del secolo scorso e che vengono offerti ai clienti, a coloro che usufruiscono dei servizi offerti, ai risparmiatori. Naturalmente il tempo passa incidendo anche sulle regole interpretative dei valori alla base di una costruzione sistematica della realtà finanziaria. Questi principi sono oggi portati all'interno dell'organizzazione e l'uguaglianza di genere e la diversità diventano un presidio per garantire una gestione sana e prudente, quasi pari a quelle

³ Si veda in merito la circolare n. 285 Banca d'Italia, Titolo IV – Capitolo 1, Sez. 1, secondo cui "Il governo societario delle banche, oltre a rispondere agli interessi della società, deve assicurare condizioni di sana e prudente gestione, gli obiettivi normativi essenziali e i controlli di vigilanza". Inoltre, nella Sez. IV: in termini qualitativi, il corretto svolgimento delle funzioni menzionate richiede nei soggetti con funzioni di supervisione strategica e di gestione i seguenti soggetti: con competenze diffuse tra tutte le componenti e opportunamente diversificate, in modo da consentire che ciascuna delle componenti, facente parte dei comitati e delle decisioni collegiali, possa contribuire, tra l'altro, stabilire e attuare strategie adeguate e garantire un'efficace governance dei rischi in tutte le aree della banca". Nella 1° nota si legge che "Un'adeguata diversificazione, anche in termini di età, sesso e provenienza geografica, favorisce tra l'altro la diversità di approcci e di prospettive nell'analisi dei problemi e nel prendere decisioni, inoltre, alla Sez. IV: In termini qualitativi, il corretto svolgimento delle funzioni richiede che negli organi con la supervisione strategica e la gestione siano presenti soggetti: con competenze diffuse tra tutte le componenti e opportunamente diversificate, in modo da consentire che ciascuna delle componenti, sia all'interno dei Comitati di cui fa parte in quella decisione collegiale, contribuirà effettivamente, tra l'altro, a definire e attuare strategie adeguate e a garantire un'efficace governance dei rischi in tutti i settori della banca. Nota 1) si legge che "Un adeguato grado di diversificazione, anche in termini di età, genere e provenienza geografica, favorisce tra l'altro la diversità di approcci e prospettive nell'analisi dei problemi e nell'assunzione di decisioni, evitando comportamenti di rischio meramente allineati con posizioni prevalenti, interne o esterne alla banca. La diversificazione può portare a un livello più intenso di coinvolgimento di ciascun componente su questioni o decisioni relative alle proprie caratteristiche e. Ciò non dovrebbe pregiudicare il principio della partecipazione attiva di tutti i membri ai lavori e alle decisioni del Comitato; Ogni componente deve poi essere in grado di analizzare e giudicare tutte le questioni trattate e tutte le decisioni prese.

già note, come le muraglie cinesi sui conflitti di interesse, la trasparenza, la correttezza operativa.

È evidente che, se la parità di genere è un dettaglio intrinseco dell'essenza dell'attività bancaria, non sembra in alcun modo possibile ammettere ruoli differenziati per quanto riguarda l'individuazione dei modelli organizzativi attraverso i quali tale attività viene esercitata. E' questa la premessa su cui dovrebbe basarsi il dibattito sulla legittimità – o più precisamente sulla giustificazione – del riconoscimento di una collocazione più idonea all'interno del settore per le donne⁴; non è accettabile la cristallizzazione dei modelli organizzativi incentrati sull'ammissione di assunzioni diverse da quelle analizzate⁵.

Sotto altro profilo, il susseguirsi di gravi crisi globali (finanziaria, economica, sociale, pandemica, energetica e geopolitica) ha reso evidente che il sistema finanziario è funzionale, nel proprio dispiegarsi, non solo a scopi di carattere efficientistico-allocativo ma, altresì, al perseguimento di obiettivi social-distributivi. Questi ultimi devono essere tenuti in primaria considerazione nelle scelte connesse al design istituzionale del sistema finanziario e alla definizione del quadro regolamentare di riferimento per orientare le condotte individuali e collettive verso il raggiungimento del benessere in senso ampio.

Certamente l'obiettivo dell'azienda – e, conseguentemente, il motore dell'allocazione delle risorse finanziarie – rimane primariamente la creazione di valore, ma crescente attenzione è rivolta al fatto che l'imprenditorialità debba svilupparsi tenendo conto di concomitanti (e, si noti, non confliggenti) principi quali il riconoscimento di un equo compenso ai lavoratori, il rispetto di valori etici e sociali.

⁴ Settore in cui, per troppo tempo, le donne sono state destinate a mansioni secondarie e nemmeno chiamate ad esercitare funzioni e/o responsabilità esecutive.

⁵ L'espressione “soffitto di cristallo” risulta introdotta nel 1840 dalla scrittrice George Sand (pseudonimo di Amantine Aurore Lucile Dupin) per descrivere il sogno di una donna di volare alto ed è usata per definire tutte quelle barriere invisibili che impediscono o complicano la crescita in ambito professionale delle lavoratrici.

Di conseguenza, si riconosce agli assetti del sistema finanziario il ruolo di indirizzare le strategie degli intermediari finanziari e i comportamenti degli investitori verso scelte di finanziamento e di investimento razionali e sostenibili; di essere coerenti con la transizione verso un capitalismo responsabile.

In tale contesto si collocano alcuni scritti di Laura Ammannati, secondo la quale il processo di transizione in corso si sviluppa in una dimensione in cui la regolazione dei fatti economici si interseca strettamente con le istanze di riconversione delle economie in modalità sostenibile. È la presa d'atto che non è più ipotizzabile (*rectius*: accettabile) prosperità economica senza inclusione sociale e che la crescita di lungo periodo va intrinsecamente collegata all'equilibrio dell'ecosistema⁶.

Laura Ammannati affronta anche il tema dell'economia circolare e individua in esso il meccanismo non tanto indirizzato alla protezione dell'ambiente, quanto piuttosto disegnato come strumento di politica industriale, capace di orientare e di attrarre investimenti e di generare valore⁷. Ed è il collegamento al concetto di valore capace di supportare lo sviluppo industriale che ci offre lo spunto per affrontare la questione della (carenza di una) visione femminista nel diritto del mercato finanziario.

2. Il tema della parità di genere nel settore finanziario è emerso – oltre, naturalmente, quale precipitato della maggiore sensibilità alla questione che ha caratterizzato la riflessione giuridica in anni recenti – a valle dei fenomeni connessi alla crisi del 2008, laddove si è osservato che la *performance* della finanza maschile è stata tipicamente associata ad un'elevata assunzione di rischi, che può essere

⁶ L. AMMANNATI, *Energia e ambiente: regolazione per la transizione*, in Passalacqua (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e Digitale*, 2021, Cedam, 169 ss.

⁷ L. AMMANNATI, *Transizione energetica, "just transition" e finanza*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022 suppl n. 1, 289 ss.

collegata a una ricompensa più elevata ma al contempo a conseguenze maggiormente critiche; la performance femminile della finanza, invece, è generalmente vista come più avversa al rischio, meno “troppo sicura di sé”, e più applicabile a un aumento del range di imprevedibilità⁸.

Si è ritenuto cioè che la cultura eccessivamente mascolinizzata finanza andasse rivisitata in vista del superamento del disuguale equilibrio di genere all'interno del settore⁹. Da qui l'orientamento secondo il quale “incorporando le donne (e i valori femminili) nel regno della finanza”¹⁰, le eccessive indulgenze che portarono alla crisi del 2008 avrebbero potuto essere affrontate e adeguate, in modo che non si ripetessero. Pertanto, negli anni successivi alla crisi, numerosi progetti economici femministi hanno registrato un rapido sviluppo in tutto il mondo. Ad esempio, l'emersione del *transnational business feminism* si colloca in questo contesto¹¹. Va tuttavia anticipato che, anche con l'istituzione di quote di genere e nuove politiche di reclutamento volte ad aumentare la diversità nel settore, le discussioni sulla disuguaglianza di genere faticano ancora a essere prese in considerazione seriamente nel campo della politica economica internazionale¹².

Passando all'individuazione delle ragioni che giustificano una più adeguata collocazione delle donne nelle imprese bancarie e finanziarie, va evidenziata la necessità di una particolare qualificazione tecnica dell'attività svolta dal consiglio di

⁸ I. VAN STAVEREN, *The Lehman Sister's hypothesis*, in *Cambridge Journal of Economics*, 2014, 38, 5, 995 ss., consultabile su <https://doi.org/10.1093/cje/beu010>.

⁹ M. HEINS, *The development of “transnational business feminism” in global finance: contextualizing Japan's “Womenomics” policies in times of crisis*, in *Studies in Risk and Sustainable Development*, 2023, 397, 3 ss.

¹⁰ A. ROBERTS, *Financial crisis, financial firms... and financial feminism? The rise of ‘Transnational Business Feminism’ and the necessity of marxist-feminist IPE*, in *Socialist Studies*, 2012, 8, 2, 8.

¹¹ *Ibidem*.

¹² P. GRIFFIN, *Refashioning IPE: What and how gender analysis teaches international (global) political economy*, in *Review of International Political Economy*, 2007, 14, 4, 719 ss.; ID., *The everyday practices of global finance: gender and regulatory politics of ‘diversity’*, in *International Affairs*, 2019, 95, 6, 1215 ss.

amministrazione e controllo delle istituzioni appartenenti a questo settore. Infatti, le diverse opzioni (dall'organizzazione all'investimento) per l'assunzione di decisioni orientate a una sana e prudente gestione richiedono la capacità di valutare in modo equilibrato i dati informativi rimessi ai consigli di amministrazione e di controllo nelle relazioni che la struttura predispone periodicamente.

Si tratta, quindi, di un'attività caratterizzata da un'intuizione non disgiunta dal riferimento ai dati analitici che caratterizza le diverse circostanze sotto osservazione; tutti requisiti che, nel collettivo, sono considerati tipici delle donne in quanto facilmente correlati alle qualità psico-fisiche che ne caratterizzano la personalità¹³. A queste esigenze è opportuno aggiungere un modo attento e puntuale di vedere la realtà sotto osservazione (ma anche in grado di muoversi in direzioni diverse), in quanto è necessario comprenderne la complessità e, quindi, prevenire eventuali effetti degenerativi del processo esaminato dal confine.

Va da sé che un'esecuzione compiuta di quell'attività richiede dedizione e impegno, e potrebbe rivelarsi difficile da combinare con il ruolo tradizionale delle donne nella società. In termini di concretezza, questo è un fattore intrinseco di debolezza e spiega perché a volte le "imprenditrici" sono vittime dell'isolamento familiare e, nella maggior parte dei casi – soprattutto nel nostro Paese – possono svolgere ruoli primari solo in età avanzata.

Ciò premesso, va evidenziato altresì che, nelle più recenti tecniche conoscitive, il contributo delle donne, all'interno del mercato finanziario (basato principalmente su test che valutano la correttezza psicologica), nell'individuare opportuni rimedi alle asimmetrie di mercato è significativo¹⁴; contributo che le donne sono in grado di svolgere grazie alla loro specifica capacità di relazionarsi con gli altri, alla loro

¹³ Vedi E. MACCOBY, C. JACKLIN, *The psychology of sex differences*, 1974, Stanford University Press, II.

¹⁴ V., tra gli altri, U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, su www.associazionepreite.it/scritti/morera006.php.

sensibilità nel tenere conto delle istanze degli altri.

È opportuno ricordare che il nostro Paese si è fatto promotore di una rivoluzione (anche culturale) con l'approvazione della legge n. 120 del 2011 (conosciuta come Golfo-Mosca) che ha introdotto l'obbligo normativo della riserva di posti a favore del genere sottorappresentato negli organi di amministrazione e nei collegi sindacali delle società quotate in borsa e delle partecipate.

Non v'è dubbio che la legge Golfo-Mosca rappresenti un successo del nostro paese in campo di empowerment femminile; grazie ad essa la percentuale delle donne nei cda di società quotate è passata da circa il 7% all'attuale percentuale che supera il 40%¹⁵. Ci preme qui sottolineare che tale avanzamento nella presenza delle donne nei board non sarebbe stato possibile senza l'introduzione delle quote di genere, introduzione che ha portato il nostro paese in cima alle classifiche europee con riferimento alla quota di donne nei consigli di amministrazione¹⁶.

Ebbene, il rapporto della Consob 2022 sulla Corporate Governance delle società quotate indica che nei *board* dei CdA, rinnovati nel 2020, siedono il 42,9% di presenze femminili. Inoltre, gli studi di settore sull'analisi dell'applicabilità della Legge 120/2011, oggi, tendono ad affermare che le aziende nell'applicare tale normativa

¹⁵ A fine 2022, la quota di incarichi di ruoli di amministratore di società quotata esercitati da donne si attestava al 42,9 % secondo quanto rilevato da CONSOB, *Rapporto 2022 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, disponibile al link <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2022.pdf/33d25582-ade3-d06b-7395654be6cd7e43?t=1682665906755>.

¹⁶ *Global gender gap report 2023*, consultabile su <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2023/economy-profiles-5932ef6d39/>. Cfr. G. BRUNO, A. CIAVARELLA, N. LINCiano, *Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, 2018, 87, spec. 20 ss.; A. MACCHIONI GIAQUINTO, *Board gender quotas and the composition of the board: evidence from a sample of Italian listed companies*, in *Economia Italiana*, 2019, 3, 139 e ss. Sul tema si veda anche S. DEL PRETE, G. PAPINI, M. TONELLO, *Gender quotas, board diversity and spillover effects. Evidence from Italian banks*, in *Temi di discussione Banca d'Italia*, 2022, 1395. Si vedano anche i risultati di un recente studio riportati in S. ESPOSITO e N. MONTINARI, *Se ti è chiaro il divario di genere, apprezzzi le quote*, su lavoce.info, 8 marzo 2024. Basti pensare che al momento della sua approvazione le società quotate erano 272, con un totale di 2815 consiglieri, di cui 2646 uomini e soltanto 169 donne. I collegi sindacali delle società quotate contavano 817 sindaci, di cui 762 uomini e soltanto 55 donne. Numeri altrettanto irrisori riguardavano le presenze femminili nei CdA e nei collegi sindacali delle partecipate.

concorrono a raggiungere i traguardi di sostenibilità, cioè, concorrono nella realizzazione del Goal n. 5 dell'Agenda Onu 2030¹⁷.

Tale riflessione è confermata da una verifica dei numeri dei *board* dei CdA delle società non quotate, che non essendo destinatari della normativa, ancora, oggi, non vedono un decollo assoluto delle presenze femminili¹⁸. Altresì, da una verifica dei numeri delle posizioni apicali d'impresa delle stesse quotate, per le quali posizioni non è prevista, invece, alcuna disposizione normativa specifica, ancora oggi un ridottissimo numero di donne ricopre il ruolo di Amministratore Delegato.

L'inclusione professionale e finanziaria delle donne – come vedremo - passa anche, ma non solo, da queste iniziative normative¹⁹. In tale contesto, infatti, va collocato il divieto di interlocking e multiple directorship introdotto nel settore bancario e finanziario al fine di ribadire - in modi e a livelli diversi, con riferimento alla CRD IV - la necessità dell'inesistenza di vincoli o limitazioni nell'individuazione dei membri delle frontiere amministrative e di controllo; entrambe, ovviamente, hanno lo scopo di favorire la pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei problemi e nel

¹⁷ Compito di vigilanza e di irrogazioni sanzioni che è affidato alla Consob. Così F. SCICOLONE, *Legge Golfo-Mosca. I primi dieci anni*, su <https://www.riskcompliance.it/news/legge-golfo-mosca-i-primi-dieci-anni/>, 28 giugno 2021. Oggi, infatti, l'orientamento che si affermando in tal materia è quello di considerare compliance normativa, l'insieme di legislazioni ormai, innumerevoli, o regolamenti cui le aziende sono tenute ad adeguarsi per non incorrere in rischio di non conformità, cioè in rischio per le aziende medesime d'incorrere in sanzioni amministrative, penali etc, dal momento che il meccanismo di adozione di quote di genere nelle società quotate è stato posto per legge sotto la vigilanza e il controllo della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Per quanto riguarda, le società partecipate, la vigilanza e l'irrogazione di sanzione, qualora non si adeguino, invece, è stato affidato alla Presidenza del Consiglio dei Ministri oppure quest'ultimo delega al Ministero Pari Opportunità. La legge Golfo-Mosca ha assunto non solo importanza storica per la corporate gender equality, ma anche importanza giuridica, perché è la prima legislazione in tema di parità di genere aziendale che si può far rientrare nell'alveo, oggi molto ampio, della legislazione di compliance normativa. Compliance normativa, perché prevede per le società destinatarie nel caso di mancato adeguamento agli obblighi normativi, il rischio di non conformità, cioè il rischio di sanzioni non solo pecuniarie, ma addirittura, come *extrema ratio*, la decadenza dell'intero organo eletto.

¹⁸ Quanto alle professioni, è stato rilevato come ancora resistano disparità di genere. Difatti, guardando al dato aggregato che considera anche le società non quotate, la quota di donne che siedono nei *board* è pari al 38.8 %. Cfr. WORLD ECONOMIC FORUM, *Global Gender Gap Report 2023* disponibile al seguente link <https://www.weforum.org/publications/global-gender-gap-report-2023/economy-profiles-5932ef6d39/>.

¹⁹ <https://www.ilsole24ore.com/art/la-parita-genere-e-ancora-lontana-mondo-professioni-AFWWIbyC>.

prendere decisioni, oltre a premiare la professionalità, attraverso una composizione equilibrata degli organi (evitando il rischio di comportamenti di mero allineamento alle posizioni prevalenti, interne o esterne alla banca).

Siamo in presenza di una *voluntas legis* in linea con l'obiettivo di affermare una logica meritocratica²⁰; ciò con la conseguenza di superare pregresse forme sperequate di valutazione che avevano precluso l'accesso nei board del genere femminile.

Infine, va ricordata la distinzione tra il principio di parità di genere e il concetto più ampio di diversità di genere: mentre la parità di genere si ottiene attraverso un meccanismo automatico legato a percentuali predefinite, la valutazione della diversità, includendo in questo caso la questione di genere, richiede una comparazione trasparente di profili eterogenei, eseguita in base alle esigenze specifiche dell'azienda. Tale bilanciamento, in quanto pratica di gestione dei talenti, mira a migliorare l'efficienza aziendale, investe ovviamente in egual misura in uomini e donne e deve essere un obiettivo di parità di genere. Ciò senza trascurare che la chiave essenziale di un efficiente ed equilibrato funzionamento degli organi, risiede appunto nello snodo dei processi decisionali.

3. Per vero, nonostante tali sviluppi, che vi sia tuttora un problema di parità di genere è innegabile, e i dati confermano questo *trend* guardando sia alla *governance*,

²⁰ E se è vero che le aziende in questione devono impegnarsi ad assumere più donne, è altrettanto vero che il mercato del lavoro deve essere in grado di rispondere adeguatamente a questo sforzo. In altre parole, l'ampio dibattito sulla parità di genere dal punto di vista dell'impresa deve essere accompagnato da un'adeguata riflessione sul fatto che le donne non sono sempre pronte a rispondere alla domanda del mercato. Se la domanda di manodopera non cambia è probabile che si assista ad un processo che negli ultimi tempi, più che mai, è stato evitato per tutti (uomini e donne), ovvero una combinazione di ruoli e la ripetizione di nomi e persone nei vari consigli di amministrazione; eventualità che certamente va evitata. E questo non va bene. Un modo per cambiare la domanda sul mercato del lavoro potrebbe essere, come in altri campi, attraverso l'informazione e la formazione; vedere. E. RINALDI, L. TODESCO, *Alfabetizzazione finanziaria e attitudini al denaro: i ragazzi e le ragazze sono davvero diversi? Uno studio tra i preadolescenti italiani*, in *Rivista italiana di sociologia dell'educazione*, 2012, 11, 2, 143 ss.

sia alle condizioni degli investitori.

Con riferimento alla *corporate governance*, non solo occorre ribadire che storicamente il numero di donne nominate nei board di istituzioni finanziarie era molto basso, ma va anche evidenziato (purtroppo) come il progressivo miglioramento della situazione ha recentemente subito una battuta d'arresto, tanto che nell'ultimo anno la percentuale di donne nominate negli organi di amministrazione e controllo delle imprese finanziarie europee è diminuito (dal 51 % del 2022 si è passati al 44 % nel 2023)²¹. Peraltro, vi si riscontra una forte disomogeneità. Infatti, è stato rilevato come ben il 31 % di imprese finanziarie europee quotate abbia rappresentanze femminili nei propri board inferiori al 40 per cento, target che dovrà essere raggiunto entro il 2026 ai sensi della cd. *Women on board directive*²². Tali numeri riflettono la complessità della materia²³ e l'esigenza che gli interventi normativi volti ad imporre una riduzione della sottorappresentanza di genere siano affiancati allo sviluppo di una cultura inclusiva e che assuma consapevolezza del valore aggiunto che la diversità (da intendersi non esclusivamente come *gender diversity*, ma anche in relazione all'etnia, età o ideologie) può apportare. Ciò appare ancora più rilevante in quelle imprese che si confrontano con rischi significativi, da inquadrare e affrontare in modo appropriato, essendo generalmente riconosciuto che nelle imprese caratterizzate da una maggiore *board diversity* sovente si riscontra un migliore *risk management* e una spiccata attenzione agli investimenti in R&D²⁴.

Quanto al secondo profilo sollevato, quello del (diverso) accesso ai prodotti e

²¹ EY, *Female appointments to European financial services boardrooms fell year-on-year in 2023*, 15 gennaio 2024, disponibile al link https://www.ey.com/en_gl/newsroom/2024/01/female-appointments-to-european-financial-services-boardrooms-fell-year-on-year-in-2023-amid-growing-demand-for-c-suite-experience.

²² Directive (Eu) 2022/2381 of the European Parliament and of the Council of 23 November 2022 on improving the gender balance among directors of listed companies and related measures.

²³ La letteratura non è concorde nel ricondurre effetti necessariamente positivi alla *board diversity*, essendo emerse evidenze empiriche che suggeriscono che si tratti di una “*double-edged sword that produces both positive and negative effects*”. Per un inquadramento ZATTONI ET AL., op cit.

²⁴ G. BERNILE, V. BHAGWAT, S. YONKER, *Board diversity, firm risk, and corporate policies*, in *Journal of Financial Economics*, 2018, 127, 3, 588-612.

servizi finanziari da parte della popolazione maschile e femminile, anche questo può costituire una significativa misura del gender gap in ambito finanziario.

Da una ricerca condotta nel Regno Unito, è emerso come ad oltre 10 milioni di donne sia precluso l'accesso ai più diffusi strumenti creditizi²⁵. Ciò viene ricondotto primariamente ad un reddito più basso, che concorre a determinare un rating creditizio in media di circa dieci punti più basso rispetto a quello degli uomini. Se ne deduce che il gender gap nel mercato del lavoro costituisce una delle principali cause per l'esclusione finanziaria.

D'altra parte, vi è un deficit di educazione finanziaria che taglia fuori parte della popolazione dall'accesso a forme di investimento più complesse: la disparità economica delle donne spesso dipende anche dalle scarse competenze finanziarie²⁶, che scoraggiano l'allocazione delle risorse in prodotti di investimento rischiosi, preferendo invece soluzioni "di risparmio". Al riguardo, a seguito della pandemia di COVID-19 sono stati rilevati primi confortanti dati di un aumento degli investimenti da parte della popolazione femminile; dati che vanno nella direzione del progressivo (lento) superamento del *female investing gap*²⁷.

Il problema del negato accesso alla finanza – sia con finalità d'investimento sia nella prospettiva dell'accesso al credito bancario necessario per lo sviluppo di progetti imprenditoriali – costituisce un fattore chiave, che determina il perpetuarsi di situazioni di disuguaglianza²⁸. Disuguaglianze che risultano più accentuate in paesi considerati in via di sviluppo, ma che assumono connotati rilevanti (anche culturali)

²⁵ <https://www.credit-connect.co.uk/news/financial-inclusion-gap-means-10-7m-women-are-denied-access-to-mainstream-products/#:~:text=New%20research%20by%20TotallyMoney%20and,exists%20throughout%20their%20entire%20lifetime.>

²⁶ <https://lab24.ilsole24ore.com/manifesto-educazione-finanziaria/>

²⁷ GOLDMAN SACHS, *Bridge the female investing gap*, marzo 2023, <https://www.gsam.com/content/gsam/global/en/market-insights/gsam-insights/2023/bridge-the-female-investing-gap.html>

²⁸ WORLDS BANK, *Using Digital Solutions to Address Barriers to Female Entrepreneurship*, disponibile al link [https://digitalforwomen.worldbank.org/access-finance.](https://digitalforwomen.worldbank.org/access-finance)

pure nel contesto europeo²⁹.

Al riguardo le soluzioni tecnologiche, specialmente quelle immersive³⁰, possono rappresentare un valido ausilio per la diffusione di competenze finanziarie³¹ superando le difficoltà geografiche e di accessibilità.

Si potrebbe poi prendere in considerazione il problema sotto un diverso angolo di prospettiva, volto a valorizzare una lettura *lato sensu* comportamentale del fenomeno, utile ad evidenziarne i diversi livelli di complessità.

Per esempio, alcuni esperimenti suggeriscono che le decisioni delle donne a rinunciare a fare *application* per posizioni di prestigio dipendono da *under confidence* o difficoltà pratiche e logistiche; ma potrebbe parimenti ipotizzarsi che questo dipenda, in alcuni casi, da preferenze: la cura della prole potrebbe essere un piacere a cui non si vuole rinunciare anche se adeguatamente sostituite. Inoltre, le indagini sull'educazione finanziaria sostengono che le donne sono meno informate dal punto di vista finanziario degli uomini sulla base di una supposta maggiore incertezza (*id est*, l'aver risposto "non so") mostrata di fronte alle domande contenute nei questionari. Tuttavia, se si guarda alla percentuale delle risposte corrette date rispettivamente dagli uomini e dalle donne, emerge che quest'ultime forniscono meno risposte sbagliate. Quindi il fenomeno potrebbe, parimenti, imputarsi alla tendenza delle donne ad affermare solo ciò che conoscono veramente³².

²⁹ EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *Access to finance – mind the gender gap*, Working paper n. 202, 2017, disponibile al link <https://www.ebrd.com/documents/oc/access-to-finance-mind-the-gender-gap.pdf>.

³⁰ Ci si riferisce com'è noto a quelle tecnologie volte a emulare un ambiente, sfruttando i mezzi digitali e le interfacce interattive; grazie alla stimolazione sensoriale, esse consentono di indurre determinate sensazioni e di creare delle esperienze più o meno immersive.

³¹ WORLDS ECONOMIC FORUM, *Tech can reach the world's unbanked women – but only if they tell us how it should work*, gennaio 2021, disponibile al link <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/women-banking-digital-divide/>.

³² Di contro, il mito della maggiore emotività delle donne rispetto agli uomini è stato sfatato da alcuni esperimenti: posti di fronte ad uno stesso stimolo emotivo gli uomini sono diventati più avversi al rischio rispetto ad alcune scelte di portafoglio effettuate in precedenza in assenza di stimolo mentre le donne non hanno modificato la propria avversione al rischio (D. ALEMPAKI *et al.*, *Reexamining How*

Infine, un recente studio sulla capacità di prevedere la propria tolleranza di fronte a situazioni di rischio nei principali paesi europei ha segnalato come gli uomini tendano a sovrastimare la propria capacità di sostenere il rischio (in media del 20 per cento), mentre le donne a sottostimarla. In generale, i più recenti risultati sulla sperimentazione di genere che hanno impatto sui mercati finanziari sembrano segnalare donne più prudenti, più consapevoli delle proprie capacità e competenze, assai veloci nell'apprendere e nel recuperare i gap di ruolo e di capacità, con una maggiore avversione all'ambiguità piuttosto che al rischio e preferenze e competitività meglio definite ed organizzate.

Tenendo conto delle considerazioni svolte riguardanti la situazione attuale, le politiche intraprese e i possibili *drivers* di cambiamento, occorre ora soffermarsi sulla rilevanza strutturale della *diversity*, che deve essere valorizzata dall'ordinamento, anche cristallizzando (nelle norme ed istituzioni) modelli tradizionalmente espressione di categorie sottorappresentate, che possono generare avanzamento e benessere per la società.

Si vuole quindi superare la prospettiva rimediale, ricorrente nelle analisi della tematica in esame, per proporre soluzioni che integrino i valori e i modelli di comportamento femminili nel quadro istituzionale.

4. Se, come abbiamo visto, l'esistenza di condizione di disparità di genere esistente nel settore finanziario appare pacifica – pur avendo evidenziato prospettive di miglioramento in tempi recenti –, a questo punto ci si potrebbe intuitivamente domandare se ed in quale misura questo derivi dall'attuale assetto dell'apparato regolatorio di settore; o se invece le ragioni di ciò siano da ricercare altrove,

Utility and Weighting Functions Get Their Shapes: A Quasi-Adversarial Collaboration Providing a New Interpretation, 2019, su <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3170>.

guardando ad elementi extragiuridici (quali fattori di carattere socio-culturale), ovvero ad altri *corpora* operanti al di fuori del diritto del mercato finanziario (ad esempio, le disposizioni in materia di parità retributiva) i quali si pongano quali elementi abilitanti per l'accesso all'investimento.

Riteniamo, in verità, di voler confutare questa lettura sulla base di due ordini di considerazioni: in primo luogo perché, stante la natura del mercato finanziario come sistema (non solo giuridico ed economico, bensì) sociale, nei termini che a breve si chiariranno, appare evidente la sussistenza di un rapporto circolare per il quale, da un lato, l'architettura normativa del settore informa i comportamenti sociali che in esso si determinano e, dall'altro, quegli stessi comportamenti vengono interpretati quali sintomatici di valori che, cristallizzatisi nell'agire degli operatori di mercato, costituiranno principio informatore dell'intervento normativo (interpretativo e legislativo). In tal senso concordiamo con chi ha correttamente evidenziato che il discorso giuridico, al pari di ogni linguaggio scientifico, costituisce uno strumento di costruzione della società, incidendo direttamente sul pensiero e l'agire umano e determinando i comportamenti sociali³³. In secondo luogo, ci preme sottolineare che la posizione per la quale il problema si troverebbe "al di fuori" dal diritto del mercato finanziario viene spesso supportata alla luce di una presunta neutralità delle sue regole, le quali – non operando distinzioni formali in merito alle caratteristiche degli attori di settore – non dovrebbero di conseguenza incidere negativamente sull'effettiva acquisizione di una dinamica di parità di genere. Una tale obiezione appare, a nostro avviso, non meritevole di accoglimento acritico: invero, costituisce aspetto ampiamente dibattuto in dottrina se la presenza di norme c.d. *gender-neutral*, le quali dispongono il medesimo trattamento per donne e uomini, sia idonea ad a favorire o, di contro, ostacoli l'effettivo raggiungimento l'uguaglianza di genere e

³³ C. DAL TOM, *An Essay in the Decostruction of Contract Doctrine*, in *Yale Law Review*, 1984, 94, 997 ss.

l'eliminazione delle discriminazioni indirette basate sul sesso e sul genere, posto che una norma “neutrale” può riflettersi in maniera differente su uomini e donne³⁴.

Con riferimento – brevemente – al primo aspetto, sia sufficiente evidenziare come gli studi del diritto dell'economia abbiano ampiamente evidenziato l'esistenza di un rapporto stringente tra disciplina normativa del mercato, sviluppo socio-culturale e allocazione del potere all'interno della comunità e tra i membri della comunità e lo Stato³⁵, tale da portare ad una considerazione dello stesso quale istituto giuridico, più che come mero luogo economico³⁶. Questo, naturalmente, non soltanto al fine di evidenziare l'impossibilità di concepire il mercato come una forma istituzionale avulsa dai rapporti sociali – e, di conseguenza, l'inadeguatezza di un'analisi che concepisca la regolazione quale fattore “neutrale” nel contesto di mercato – nonché al fine di evidenziare le possibili distorsioni che ciò è in grado di generare. In tal senso, esemplare è il riferimento al lavoro Pistor³⁷, che ampiamente documenta come storicamente una pluralità di “moduli legali” il diritto commerciale, i diritti di proprietà e delle garanzie reali, i diritti patrimoniali, il diritto societario e fallimentare – siano stati utilizzati per attribuire a chi detiene determinate risorse un vantaggio rispetto ad altri soggetti; in altri termini, la codificazione giuridica si pone alla base del valore delle risorse e, quindi, della creazione e della distribuzione della ricchezza. Ne deriva, giocoforza, la necessità di accogliere una prospettiva genuinamente normativa nella definizione degli assetti di un'economia di mercato

³⁴ E. BEAUMONT, *Gender Justice v. The “Invisible Hand” of Gender Bias in Law and Society*, in *Hypatia*, 2016, 31, 3, 668–686.

³⁵ Immediato è in questo senso il collegamento con N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, Laterza, 1998 nonché alle riflessioni di K. POLANYI, *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of Our Time*, Rinehart, 1944 e di M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Il Mulino, 1993; F. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia*, Milanofiori, 2012.

³⁶ N. IRTI, *Codice civile e società politica*, Bari, 1995, 65;

³⁷ K. PISTOR, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press, 2019.

improntata a valori di socialità³⁸.

Il legame tra ordine giuridico del mercato e sviluppo socio-culturale è, poi, particolarmente marcato quando si guarda alla disciplina di quelle aree che presentano maggiore affinità con i processi di allocazione e circolazione del capitale: in questo senso, non sorprende come in anni recenti il mercato bancario e finanziario siano stati riconosciuti quali settori privilegiati per promuovere uno sviluppo sociale improntato a valori democratici, etica e solidarietà³⁹ coerentemente con gli imperativi costituzionali sottesi all'investimento e al risparmio⁴⁰.

Risulta, di conseguenza, non accoglibile *in nuce* la tesi per la quale il tema della parità di genere possa essere affrontato a livello socio-culturale prescindendo da un intervento che coinvolga in via diretta la disciplina dei mercati e, in particolare, quelli a maggiore incidenza sulle strutture sociali quali il settore finanziario⁴¹.

Questa considerazione ci porta ad affrontare il secondo aspetto critico tradizionalmente caratterizzante il dibattito in materia di contrasto alle disuguaglianze (di genere, ma non solo) nel settore finanziario, ossia l'idea per la quale un intervento in tale mercato debba condursi attraverso un approccio volto a preservare la *neutralità formale* delle sue regole, senza introdurre disposizioni specifiche in tutela di determinati gruppi, posti i rischi (variamente declinati a seconda della narrativa che si voglia accogliere) di stigmatizzazione della categoria protetta⁴² e di *reverse discrimination*⁴³.

³⁸ G. LUCHENA, *Economia sociale di mercato*, in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, fasc. 1, 2020.

³⁹ F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza*, mercato, globalizzazione, Cacucci, 2004; F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea*, Cedam, 2015; A. DEMIRGÜÇ-KUNT, R. LEVINE, *Finance and Inequality: Theory and Evidence*, in *NBER Working Paper* 2009, no. 15275.

⁴⁰ S. CASSESE, *La nuova Costituzione economica*, Roma-Bari, 2011.

⁴¹ G. EPSTEIN, *Introduction: Financialization and the World Economy*, in *Epstein (ed.), financialization and the World Economy*, Edwards Elgar, 2005, 3.

⁴² Su questo aspetto, e più in generale sulla formalizzazione del cd. "dilemma della differenza", v. il paragrafo successivo.

Si tratta di un'opzione concettuale che, trovando il proprio fondamento nella riflessione in materia di cd. *affirmative actions* (spesso altresì identificate come "discriminazioni positive")⁴⁴, è in generale comune alle critiche alle politiche in materia di pari opportunità: dal punto di vista strettamente formale sono stati dibattuti, *inter alia*, i profili relativi alla compatibilità – nel nostro ordinamento – delle azioni positive l'articolo 3 comma 2 della Costituzione (pur essendo ad oggi pacifica la considerazione per cui tali interventi debbano considerarsi in ottemperanza al principio di

⁴³ Il termine "discriminazione inversa" è un termine utilizzato per descrivere la discriminazione nei confronti dei membri di un gruppo dominante o in maggioranza, a favore dei membri di un gruppo minoritario o storicamente svantaggiato. Sul tema emblematico il lavoro R.K. FULLINWIDER, *The Reverse Discrimination Controversy. A Moral and Legal Analysis*, Maryland Univ. Press, 1980. Tra i contributi volti ad indagare il tema delle "discriminazioni all'inverso" nel diritto comunitario, cfr. M.V. BENEDETTELLI, *Il giudizio di uguaglianza nell'ordinamento giuridico delle Comunità europee*, Cedam, 1989, 221; E. CANNIZZARO, *Esercizio di competenze comunitarie e discriminazioni «a rovescio»*, in *Dir. Un. Eur.*, 1996, 351. Per un'analisi della giurisprudenza comunitaria in materia v. altresì B. NASCIMBENE, *Le discriminazioni all'inverso: Corte di Giustizia e Corte Costituzionale a confronto*, in *Diritto comunitario e diritto interno atti del seminario svoltosi in Roma, Palazzo della Consulta, 20 aprile 2007*, Giuffrè, 2008.

⁴⁴ Le azioni positive sono, come noto, uno strumento di "diritto diseguale" volto alla realizzazione dell'uguaglianza sostanziale attraverso la rimozione degli ostacoli che impediscono la realizzazione delle pari opportunità. Le *affirmative actions* prevedono l'attribuzione di un vantaggio specifico ad una categoria sottorappresentata, con un obiettivo di riequilibrio di una situazione diseguale, che necessita, dall'altra parte, che il gruppo favorito dalla situazione diseguale cui si vuole rimediare subisca uno svantaggio. In tema, v. K. LIPPERT-RASMUSSEN, *What is affirmative action?* in *Making Sense of Affirmative Action*, Oxford University Press, 2020; per la dottrina nazionale, C. ALESSI, *Le azioni positive*, 2019, in Barbera e Guariso (a cura di), *La tutela antidiscriminatoria. Fonti, strumenti, interpreti*, Giappichelli, 2019, 501-517. Si segnala, inoltre, la definizione di azioni positive contenuta nell'articolo 42 del Codice delle Pari Opportunità, il quale chiarisce che «1. Le azioni positive, consistenti in misure volte alla rimozione degli ostacoli che di fatto impediscono la realizzazione di pari opportunità, nell'ambito della competenza statale, sono dirette a favorire l'occupazione femminile e realizzate l'uguaglianza sostanziale tra uomini e donne nel lavoro. 2. Le azioni positive di cui al comma 1 hanno in particolare lo scopo di: a) eliminare le disparità nella formazione scolastica e professionale, nell'accesso al lavoro, nella progressione di carriera, nella vita lavorativa e nei periodi di mobilità; b) favorire la diversificazione delle scelte professionali delle donne in particolare attraverso l'orientamento scolastico e professionale e gli strumenti della formazione; c) favorire l'accesso al lavoro autonomo e alla formazione imprenditoriale e la qualificazione professionale delle lavoratrici autonome e delle imprenditrici; d) superare condizioni, organizzazione e distribuzione del lavoro che provocano effetti diversi, a seconda del sesso, nei confronti dei dipendenti con pregiudizio nella formazione, nell'avanzamento professionale e di carriera ovvero nel trattamento economico e retributivo; e) promuovere l'inserimento delle donne nelle attività, nei settori professionali e nei livelli nei quali esse sono sottorappresentate [...]; f) favorire[...] l'equilibrio tra responsabilità familiari e professionali e una migliore ripartizione di tali responsabilità tra i due sessi; f-bis) valorizzare il contenuto professionale delle mansioni a più forte presenza femminile».

uguaglianza sostanziale⁴⁵) e conseguentemente i termini dell'eventuale giudizio di costituzionalità in merito al principio di uguaglianza formale⁴⁶. In una prospettiva sostanziale, critiche nei confronti delle azioni positive si concentrano principalmente sul già menzionato tema della *reverse discrimination*, sovente accompagnato dalla cd. "obiezione meritocratica", sostenendosi che, se da un lato la previsione di misure di favore nei confronti delle minoranze e delle donne possa apportare alcuni benefici in termini di partecipazione e di diversificazione, dall'altro ciò andrebbe ad ostacolare una piena e corretta valutazione della qualità dei soggetti non destinatari di tali interventi⁴⁷. A queste si aggiungono, poi, le critiche legate alla poca efficacia delle azioni positive nel contrasto alla segregazione orizzontale, la quale rimane un fattore fortemente diversificante rispetto al genere e conserva una importante portata sociale, legata agli stereotipi che vi sono alla base⁴⁸.

Sebbene, al riguardo, potrebbe agevolmente rinviarsi alla letteratura che indaga sul fenomeno, nonché limitarsi ad evidenziare la copiosità di legislazione e giurisprudenza ormai sviluppatasi in merito alla legittimità – e all'opportunità performativa – delle azioni positive, riteniamo nondimeno sia appropriato dedicare una breve riflessione al tema, altresì con riferimento alle specificità che questo assume all'interno del mercato finanziario.

In particolare, ci preme anzitutto evidenziare come l'idea stessa della neutralità di un ordinamento giuridico (*in speciem*, del diritto del mercato bancario e finanziario) appaia *in nuce* mal posta, in ottica sia costitutiva, sia performativa.

⁴⁵ M. BARBERA, *L'eguaglianza come scudo e l'eguaglianza come spada*, in *RGL*, 2002, 805.

⁴⁶ M. CAIELLI, *Le azioni positive nel costituzionalismo contemporaneo*, Jovene, 2008, 5-25.

⁴⁷ S. SCARPONI, E. STENICO, *Le azioni positive: le disposizioni comunitarie, le luci e le ombre della legislazione italiana*, in Barbera (a cura di), *Il nuovo diritto antidiscriminatorio*, Giuffrè, 2007, 429.

⁴⁸ In questi termini S. BURINI, *Le azioni positive di genere: introduzione e sviluppo delle affirmative actions, dal diritto statunitense all'ordinamento italiano*, 2021, in elan.jus.unipi.it. Per una panoramica delle obiezioni più di frequente poste alle *affirmative action* in una prospettiva di diritto costituzionale v. AINIS M., *Azioni positive e principio di eguaglianza*, in *Giur. Cost.*, 1992, 588-589. Vedi anche PIPERNO C., *L'integrazione della rappresentanza attraverso le azioni positive*, in AA.VV., *La parità dei sessi nella rappresentanza politica*, Giappichelli, 2003, 224.

Costitutiva, perché l'assetto di un sistema giuridico è necessariamente il prodotto delle forme del pensiero proprie del momento in cui viene a determinarsi: così come le codificazioni del diciannovesimo secolo cristallizzano e valorizzano la prospettiva individualista propria del pensiero liberista⁴⁹, l'affermarsi degli ideali propri della concezione ordoliberalista diviene la leva per l'affermarsi di una concezione maggiormente interventista dello Stato, funzionare a «gettare un ponte tra la politica economica e la complessiva politica nazionale»⁵⁰, nonché uno degli elementi cardine del processo di integrazione comunitaria⁵¹. Non può, in altri termini, ipotizzarsi un sistema di regole che – in maniera implicita ovvero espressa – non sia portatore di un sistema di valori e, di conseguenza, di un bilanciamento di interessi. Il diritto positivo si presenta, secondo una formula a nostro avviso particolarmente efficace, come «controfigura della politica istituzionale, della politica seconda fondata sulla rappresentanza, sulla delega e sui partiti della quale la legge è il prodotto»⁵² e di conseguenza opera una cristallizzazione dei rapporti di potere così come articolati in una certa società, in un tempo e luogo definiti. Una considerazione, questa, già ampiamente acquisita altresì agli studi propri dell'antropologia giuridica⁵³.

Performativa, poi, più intuitivamente, perché un ordinamento giuridico non è un'entità a-finalistica: tende – e deve tendere – di contro, al raggiungimento di valori ritenuti significativi dalla comunità, così come espressi (in prospettiva domestica) nel dettato costituzionale. Tra questi, rientra, intuitivamente, il conseguimento effettivo dell'uguaglianza di genere e dell'eliminazione delle discriminazioni indirette legate al sesso e al genere.

Ne deriva, giocoforza, che di diritto *neutrale* ci sembra, già in prima approssimazione,

⁴⁹ Sia sufficiente un riferimento, su tutti, a N. IRTI, *Codice civile e società politica*, Roma, 1995, 36 ss.

⁵⁰ Così F. BÖHM, *Die Ordnung der Wirtschaft*, Kohlhammer., 1937, cit. 9.

⁵¹ J. HIEN, C. JOERGES (a cura di), *Ordoliberalism. Law and the Rule of Economics*, Hart, 2017.

⁵² S. NICCOLAI, *Controversia, disciplina dell'esperienza*, in Buttarelli, Giardini (a cura di), *Il pensiero dell'esperienza*, Baldini Castoldi Dalai, 2008, cit. 265.

⁵³ R. SACCO, *Antropologia giuridica. Contributo ad una macrostoria del diritto*, Il Mulino, 2007.

difficile ed inappropriato parlare.

Con riferimento al tema della parità di genere, poi, tale posizione è evidenziata dagli studi dalle teorie giuridiche femministe⁵⁴, i quali hanno in più istanze evidenziato i modi in cui le regole di un sistema normativo, pur presentando formulazioni neutrali si rivelino, nei fatti, necessariamente asimmetriche nella loro applicazione, ponendo di conseguenza l'accento sui pregiudizi che questo può comportare⁵⁵.

Ciò appare particolarmente significativo nei casi di discriminazione cd. "formale indiretta", i quali si verificano quando delle regole adottate un linguaggio *gender-blind* (ossia il genere non sia considerato dalle norme come un criterio discriminante), ma, nei fatti, i soggetti destinatari si trovino ad essere incisi diversamente dalle stesse (in termini di vantaggio o svantaggio) sulla base della loro appartenenza da un determinato genere⁵⁶. In tal senso, la giurisprudenza di legittimità ha avuto recentemente modo di evidenziare, ad esempio, come la previsione formalmente neutrale di un requisito fisico ai fini dell'assunzione costituisca una forma di discriminazione indiretta ove quest'ultimo non risulti oggettivamente giustificato, né pertinente e proporzionale alle mansioni derivanti dalla qualifica attribuita⁵⁷.

A questo si aggiunga, incidentalmente, che gli studi di diritto comportamentale hanno ormai ampiamente dimostrato come la stessa attività interpretativa propria del giurista sia necessariamente condizionata dall'incidenza di *bias* cognitivi,

⁵⁴ Su cui si veda, *infra*, il par. 5.

⁵⁵ M. RADIN, *The Pragmatist and the Feminist*, in *Southern California Law Review*, 1990, 63, 1699; F. Jerome, *Law and the Modern Mind*, Doubleday, 1963.

⁵⁶ *Ex multius* P. PAROLARI, *Gender Stereotypes, Discrimination against Women and Vulnerability as Disempowerment. Reflections on the Role of Law*, in *AG – International Journal of Gender Studies*, 2019, 8, 15.

⁵⁷ V. Cass. 3 luglio 2023 n. 18668. Nel caso di specie, le circostanze riguardavano una lavoratrice che era rimasta esclusa dalla procedura di selezione per l'assunzione di personale con qualifica di capotreno per difetto del requisito minimo di altezza, stabilito in 1,60 mt sia per gli uomini che per le donne.

suscettibili di condizionare l'applicazione delle disposizioni ai casi di specie⁵⁸.

Dal complesso di queste considerazioni deriva, di conseguenza, come in assenza di indagine critica ben sussista il rischio che regole formalmente neutrali si rivelino, nella pratica, regole *gendered*.

Tale problematica, pur operante trasversalmente all'interno dell'ordinamento, acquisisce particolare rilevanza in quei settori che hanno maggiore affinità con la condizione economica ovvero con la circolazione delle risorse (si pensi alla disciplina in materia di indebitamento e settore del credito) posta, da un lato, la rilevanza della partecipazione ai processi economici per le finalità di piena autodeterminazione e, dall'altro, l'artificiale separazione sociale tra la sfera della produzione e quella della riproduzione (e della ripartizione delle stesse in base al sesso), la quale in una società ordinata intorno al mercato è destinata a tradursi in un de-potenziamento della condizione femminile⁵⁹ e che ha storicamente condizionato l'accesso delle donne ai processi economici in condizioni di piena parità.

Se, infatti, già si è avuto modo di accennare all'idea di una necessaria *embeddedness* tra ambiti culturali, sociali ed economici all'interno del mercato⁶⁰, man mano che le dinamiche connesse alla finanziarizzazione rendono i processi di creazione contemporanei sempre più legati ai meccanismi di credito e debito⁶¹, la capacità di accedere al (e di assumere ruoli di rilievo nel) mercato finanziario diviene un fattore abilitante per innescare trasformazioni culturali, e materiali nella società⁶². La distribuzione di risorse nell'industria finanziaria assume, nei fatti, carattere

⁵⁸ Cfr. R. GRAYCAR, *The Gender of Judgments: Some Reflections on Bias*, in *U. Brit. Colum. L. Rev.*, 1998, 32, 1; E. VOETEN, *Gender and judging: evidence from the European Court of human rights*, in *Journal of European Public Policy*, 2021, 28, 9, 1453-1473.

⁵⁹ M. ALBERTSON FINEMAN, *Implementing Equality: Ideology, Contradiction and Social Change*, in *Wisconsin Law Review*, 1983.

⁶⁰ Ad integrazione dei riferimenti già operati, v. M. GRANOVETTER, *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*, in *American Journal of Sociology*, 91, 3, 481-510.

⁶¹ Pur interpretandone diversamente modalità e caratteri, cfr. G. EPSTEIN, *Financialization and the world economy*, Edward Elgar, 2005 e T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, 2016.

⁶² L. BEAR E A., *Gens: A Feminist Manifesto for the Study of Capitalism*, 2015.

politico⁶³.

Ne deriva, in ultima istanza, che analizzare gli spazi di relazione nei quali agiscono gli attori del mercato finanziario, analizzando quest'ultimo come epifenomeno di un determinato contesto socio-culturale, consente di comprendere la capacità del settore di riflettere disuguaglianze di classe, razza e genere nel modo in cui il capitale e i profitti che esso genera sono distribuiti tra i membri della società, a prescindere ed indipendentemente dalla neutralità formale delle sue regole.

Diviene, di conseguenza, essenziale il ruolo della critica (giuridica, ma anche antropologica) femminista nell'evidenziare come le relazioni e l'*habitus* osservabili nei mercati finanziari non solo producono e riproducono disuguaglianze di genere all'interno delle proprie istituzioni, ma contribuiscono, attraverso la "rilevanza esterna" assunta dal settore finanziario, a definire il concetto di valore e a caratterizzarne una diseguale distribuzione⁶⁴ qualora non siano attivamente contrastate attraverso l'azione legislativa.

5. Posto, dunque - e coerentemente con quanto già evidenziato - che i diritti e i doveri normativamente imposti sono idonei a delineare i caratteri sociali di un mercato (ivi compreso quello finanziario) emerge con evidenza la possibilità di rileggere gli istituti tradizionali del mercato finanziario alla luce di una prospettiva maggiormente improntata all'attenzione per la questione di genere.

Si tratta, invero, di una posizione caratterizzante in via generale gli studi riconducibili al femminismo giuridico, da intendersi quale quel filone finalizzato ad analizzare criticamente il diritto, servendosi di strumenti mutuati dalle filosofie femministe per comprendere la matrice di genere ed i rapporti di potere (fra i generi)

⁶³ Così H. ORTIZ, *A Political Anthropology of Finance: Studying the Distribution of Money in the Financial Industry as a Political Process*, in *Anthropological Theory*, 2020, 21, 1, 1-25.

⁶⁴ C. CARABINI, *La finanziarizzazione come riproduzione sociale. Per un'antropologia femminista della finanza*, in *Anuac*, 2023, 12, 1, 85-108.

che si celano dietro la pretesa neutralità e universalità di regole, principi, e categorie giuridiche⁶⁵. Coerentemente con la più generale area dei *critical legal studies*⁶⁶, cui generalmente il femminismo giuridico si riconduce, gli studi del femminismo giuridico si propongono di de-costruire il modello antropologico di riferimento delle regole, conducendo un'operazione in parte analoga a quanto già osservato (ed in parte avvenuto), nel settore del diritto comportamentale, con la messa in discussione del paradigma dell'*homo oeconomicus* e del soggetto razionale quale referente primario dell'ordinamento giuridico⁶⁷. Se, tuttavia, la prospettiva *behavioral* (o, almeno, quella delle origini) si proponeva di evidenziare come il comportamento degli individui tendesse in via generale a divergere dai postulati della teoria economica neoclassica, le dottrine giuridiche femministe hanno avuto il merito di sottolineare come sia il modello dell'*homo oeconomicus*, sia le sue ipotizzabili revisioni alla luce della teoria comportamentalista *mainstream*, non riuscissero a smarcarsi da un modello profondamente ancorato ad una soggettività sessualmente, storicamente e socialmente connotata, e dunque intrinsecamente idoneo a favorire diseguaglianze⁶⁸.

Da qui, l'intento decostruttivo delle teorie giuridiche femministe ha, nel corso degli anni, esercitato un profondo influsso nel ripensamento di categorie fondative

⁶⁵ La definizione posta in questi termini è tratta da M.R. MARELLA, S. CANOSSI, *Il contratto e il mercato sono maschili? Teorie de-generi intorno al consenso contrattuale*, in G. Rojas Elgueta, N. Vardi (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto private*, Roma Tre University Press, 2014, 164-165. Cfr. altresì C. MENKEL-MEADOW, *Feminist Legal Theory, Critical Legal Studies, and Legal Education or "The Fem-Crits Go to Law School"*, in *Journal of Legal Education*, 1988, 38, 61-80; G.M INDA, *Postmodern Legal Movements*, New York University Press, 1995, 134 (trad. it. *Teorie postmoderne del diritto*, Bologna, Il Mulino, 2001).

⁶⁶ Cfr. M. KELMAN, *A Guide To Critical Legal Studies*, Harvard University Press, 1987; D. KENNEDY, *Breve storia dei critical legal studies negli Stati Uniti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, 639-646; S. MOYN, *Reconstructing Critical Legal Studies*, in *Yale Law Journal*, 2023, 134.

⁶⁷ C.H. HINNANT, *The invention of homo oeconomicus: A reading of John Stuart Mill's "on the definition of political economy"*, in *Prose Studies*, 1998, 21, 3, 51-68; T. ULEN, *European and American Perspectives on Behavioral Law and Economics*, Springer, 2015; F. ESPOSITO, *Conceptual Foundations for a European Consumer Law and Behavioural Sciences Scholarship*, in Micklitz, Sibony, Esposito (a cura di), *Research Handbook in Consumer Law*, Edward Elgar, 2018. Cfr. di recente F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Il Mulino, 2023.

⁶⁸ E.M. SENT, I. VAN STAVEREN, *A Feminist Review of Behavioral Economic Research on Gender Differences*, in *Feminist Economics*, 2019, 25, 2, 1-35.

del diritto liberale, muovendo oltre i settori al centro della riflessione della cd. “prima ondata” del pensiero femminista⁶⁹ come il diritto del lavoro e il diritto di famiglia, ed andando condizionare l’interpretazione delle disposizioni in materia di responsabilità civile⁷⁰, gli istituti penalistici⁷¹, nonché (seppur più recentemente) il diritto dei contratti e le sue categorie di riferimento⁷², evidenziando come sovente le contrapposizioni tra concetti e categorie (particolarmente significativa, ad esempio, quella tra famiglia e mercato) riflettano – più o meno consapevolmente – stereotipi culturali di genere, determinandone una cristallizzazione normativa e attribuendogli forza ordinatrice⁷³, creando un costante confronto dialettico tra diritto e società⁷⁴.

Di conseguenza, sembra ragionevole ritenere che una rilettura delle disposizioni del diritto dei mercati finanziari alla luce di una sensibilità maggiormente critica in termini di prospettiva di genere, ben possa contribuire a disvelare – da un lato – fenomeni di “falsa neutralità” di alcune delle regole che orientano i rapporti all’interno di tale settore e – dall’altro – fornire nuovi strumenti per superare le disuguaglianze di genere ivi presenti, le quali inevitabilmente si riflettono (alla luce dei peculiari caratteri e della rilevanza strutturale ormai acquisita dal mercato

⁶⁹ Cfr. A. CAVARERO, F. RESTAINO, *Le filosofie femministe*, Mondadori, 2002, 93 ss.

⁷⁰ V. L. M. FINLEY, *A break in the Silence: Including Women’s Issues in a Torts Course*, in *Yale J.L. & feminism*, 1989, 1, 4.

⁷¹ Cfr. M. I. COOMBS, *Crime in the Stacks, or a Tale of a Text: A Feminist Response to a Criminal Law Textbook*, in *J. Legal Educ.*, 1988, 38, 117.

⁷² G. HADFIELD, *The Dilemma of Choice: A Feminist Perspective on The Limits of Freedom of Contracts*, in *Osgoode Hall Law Journal*, 1995, 33, 337; G.K HADFIELD, *An Expressive Theory of Contract: From Feminist Dilemmas, to a Reconceptualization of Rational Choice in Contract Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1998, 146, 1235; C. PATEMAN, *The Sexual Contract*, Polity Press, 1988; Per una ricostruzione più recente, M. ERTMAN, *Contract’s Influence on Feminism and Vice Versa*, in D. Brake, M. Chamallas, V. Williams (a cura di), *The Oxford Handbook of Feminism and Law in the U.S.*, Oxford University Press, 2022.

⁷³ F. OLSEN, *The sex of Law*, in D: Kairysed (a cura di), *The Politics of Law. A Progressive Critique*, New York, 1991; L.M. FINLEY, *Breaking Women’s Silence in Law: The Dilemma of the Gendered Nature of Legal Reasoning*, in *Notre Dame L. Rev.*, 1989, 64, 886.

⁷⁴ E. SCHNEIDER, *The Dialectics of Rights and Politics: Perspectives from the Women’s Movement*, in *NYU L Rev.*, 1986, 61 589.

finanziario) nelle modalità di distribuzione del valore all'interno della società⁷⁵.

A tale scopo, occorre tuttavia una (breve ma) necessaria precisazione di metodo: a ben vedere – e ci conforta che si tratti di un aspetto ampiamente riconosciuto in dottrina⁷⁶ - sembra difficile individuare, *in subjecta materia*, una teoria femminista unitaria che possa prendersi a modello interpretativo per analizzare la normativa del mercato finanziario. Questo perché, osservando il fenomeno sia in prospettiva sincronica, sia diacronica, emerge chiaramente come siano sorte nel corso del tempo (spesso coesistendo tra loro) diverse teorie riconducibili al femminismo giuridico le quali, pur muovendo da un terreno comune, sovente differiscono per presupposti, finalità concettuali ed interpretazione del rapporto di genere.

A titolo esemplificativo, è possibile richiamare il tema del cd. “dilemma della differenza”⁷⁷ nell’ambito del femminismo giuridico: le teorie riconducibili al cosiddetto femminismo culturale, ad esempio, tendono ad enfatizzare il ruolo di cura e la connaturata relazionalità delle donne, tali da renderle naturalmente più propense alla cooperazione rispetto all’agire maschile, intrinsecamente egoista – e, dunque, più vicino all’ideale dell’*homo oeconomicus*⁷⁸; a tale tesi si contrappongono quelle interpretazioni che evidenziano come, lungi dall’essere riconducibile ad una naturale propensione, le differenze tra maschile e femminile siano esito della già menzionata separazione tra la sfera della produzione e quella della riproduzione. In altri termini, tale posizione sottende l’idea per la quale non sarebbero riscontrabili diverse forme di razionalità tra l’attore maschile e femminile ma che, di contro, entrambi potrebbero integrare il medesimo modello teorico laddove fossero posti in

⁷⁵ C. CABRINI, *La finanziarizzazione come riproduzione sociale. Per un’antropologia femminista della finanza*, in *Anuac*, 2023, 12, 1, 85-108.

⁷⁶ Cfr. A.L. STOREY, *An analysis of the doctrines and goals of feminist legal theory and their constitutional implications*, in *Vermont Law Review*, 1994, 19, 1.

⁷⁷ M. MINOW, *Learning to Live with the Dilemma of Difference: Bilingual and Special Education*, in *Law and Contemporary Problems*, 1985, 48, 157.

⁷⁸ C. GILLIGAN, *In a different Voice*, Harvard University Press, 1983.

una posizione di eguale potere economico e sociale⁷⁹.

Più in generale, le diverse teorie caratterizzanti il femminismo giuridico sembrano divergere storicamente tra quelle posizioni che contrastano la visione monolitica della soggettività quale presupposto applicativo delle regole di diritto, argomentando in favore di riforme che valorizzino le esigenze uniche delle donne rispetto agli uomini, rivendicando il ruolo delle differenze di genere rispetto alla pretesa neutralità del diritto, e quelle che di contro sottolineano che un approccio protezionista nei confronti del genere femminile rischi di rafforzare e cristallizzare nel tessuto sociale. Ci si interroga, dunque, se sia preferibile introdurre forme di protezione che però possono stigmatizzare la percezione di una posizione di marginalità femminile rispetto al mercato o se, di contro, preservare una struttura formalmente neutrale e stimolare un processo di perequazione della condizione di uomini e donne su altri piani - quali ad esempio quello culturale⁸⁰. Si è sottolineato in tal senso – a nostro avviso efficacemente – che “il dilemma della differenza può essere formulato come una scelta tra integrazione e separazione, come una scelta tra trattamento simile e trattamento speciale, o come una scelta tra neutralità e adattamento”⁸¹. Si tratta, peraltro, di una scelta che dipende in tutta evidenza altresì dalle teorie della giustizia che si vogliono preferire, e che è stata oggetto di fervente dibattito, ad esempio, con riferimento alle *affirmative actions*⁸² volte a promuovere la parità di genere nei consigli di amministrazione e negli organismi apicali delle imprese, come nel caso della già menzionata disciplina sull’equilibrio tra i generi

⁷⁹ M.R. MARELLA, S. CANOSSO, *Il contratto e il mercato sono maschili?*, op. cit., 170.

⁸⁰ Cfr. D. RHODE, *Speaking of Sex: The Denial of Gender Inequality*, Harvard University Press, 1997.

⁸¹ M. MINOW, *Making All the Difference: Inclusion, Exclusion, and American Law*, Cornell University Press, 1990.

⁸² C.M. KOGGEL, *A Feminist View of Equality and Its Implications for Affirmative Action*, in *Canadian Journal of Law & Jurisprudence*, 1994, 7,1, 43-59; S. FREDMAN, *Substantive equality revisited*, in *International Journal of Constitutional Law*, 2016, 14, 3, 712–738.

introdotta con la legge 120/2011⁸³.

A complicare ulteriormente il quadro, bisogna evidenziare come, ad oggi, la stessa natura identitaria della teoria giuridica femminista non appaia univocamente accolta, essendo questa posta radicalmente in discussione dalle posizioni riconducibili alla *Queer Theory* e al femminismo post-strutturalista: si evidenzia, ad esempio, che poiché il femminismo giuridico lavora a partire dalle identità così delineate dalle strutture sociali esistenti, il suo potenziale di cambiamento sia intrinsecamente limitato e più in generale inadeguato a dare pieno riscontro, da un lato, all'intersezionalità caratterizzante il tema della disparità e, dall'altro, alla variabilità nella strutturazione della identità di genere⁸⁴, in tal senso prestandosi a favorire altresì nuove forme di discriminazione nei confronti di individui non binari e *genderqueer*⁸⁵.

Il quadro appena delineato rivela, in sostanza, una profonda eterogeneità delle posizioni nel dibattito, della quale riteniamo opportuno tenere conto per scongiurare il rischio, nell'affrontare le tematiche connesse alla promozione della parità di genere nel mercato finanziario, di scadere in eccessi di semplificazione ovvero in visioni totalizzanti della realtà, inidonee a coglierne la complessità. Cionondimeno, ci sembra indiscutibile che la persistente disparità esistente tra uomini e donne nella partecipazione alle dinamiche del mercato finanziario possa ricondursi all'operare congiunto di elementi relativi alla distribuzione di potere economico e sociale riscontrabili in tale settore, i quali sono (forse in parte, ma certamente) determinati dall'assetto delle regole ordinarie dello stesso, le quali condizionano strutturalmente la fisionomia ed il comportamento degli attori economici. Questo,

⁸³ V., in tema, *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane. Rapporto dell'Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, 8 marzo 2021, in www.bancaditalia.it.

⁸⁴ Cfr. M.A. FINEMAN, J.E. JACKSON, A.P. ROMERO, *Feminist and queer legal theory: Intimate encounters, uncomfortable conversations*, Routledge, 2009.

⁸⁵ J. HALLEY, *Split decisions: how and why to take a break from feminism*, Princeton University Press, 2006.

mantenendo parallelamente viva la consapevolezza del fatto che l'analisi, nell'affrontare il tema della disparità di genere, debba coordinare tale riflessione con le altre forme di disuguaglianza presenti nel mercato, e dell'intersezione tra i diversi gruppi sociali da queste condizionati.

Nondimeno, il riconoscimento dell'impatto che questi "spazi di agentività"⁸⁶ del legislatore hanno sulle dinamiche di genere nel mercato finanziario – sia che quest'ultimo introduca disposizioni espressamente volte a disciplinarle, sia che si cauteli dietro regole formalmente neutrali⁸⁷ – contribuisce un momento essenziale per interventi novativi volti a contrastare le disparità di genere. Ciò, come a nostro avviso correttamente osservato, anche a condizione di «nominare la differenza per andare oltre l'insignificanza»⁸⁸, alla ricerca di un diritto capace di operare, come sosteneva Stefano Rodotà, a contatto «con il sostrato materiale, con i soggetti in carne e ossa, immerso nella processualità della storia»⁸⁹.

6. Alla luce delle considerazioni prospettate appare evidente come non sia ipotizzabile un mercato finanziario in cui i meccanismi di distribuzione economica non prendano in attiva considerazione profili di inclusione sociale, anche considerando come la crescita di lungo periodo sia intrinsecamente collegata all'equilibrio anche di genere dell'ecosistema. Da ciò, la rinnovata esigenza di un intervento *positivo* volto a favorire il recepimento di istanze di parità di genere all'interno del mercato finanziario, il quale assumendo prospettiva sistemica si muova oltre alcuni sporadici interventi che hanno caratterizzato l'attività del legislatore in passato (come nel caso

⁸⁶ La formulazione è di A. Bandura, *Social cognitive theory: An agentic perspective*, in *Annual review of psychology*, 2001, 52, 1-26.

⁸⁷ V. le considerazioni del paragrafo precedente.

⁸⁸ Così C. GIORGI, *Differenza/Uguaglianza*, in Simone, Boiano, Condello (a cura di), *Femminismo giuridico. Teorie e problemi*, Mondadori, 2019, cit. 38.

⁸⁹ S. RODOTÀ, *La rivoluzione della dignità*, 2013, Scuola di Pitagora editrice, cit. 40.

della legge Golfo-Mosca, di cui si è già avuto modo di parlare⁹⁰).

Assume, in questo senso, particolare interesse la recente approvazione del disegno di legge in materia di “Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il “TUF”), e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti” (il cd. “DDL Capitali”)⁹¹. Il Decreto, primariamente finalizzato a favorire la competitività del mercato dei capitali, prevede, come noto, una serie di significative novità in materia di *corporate governance* delle società con azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati, disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi e alle società con azioni ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione, ed offerta al pubblico di strumenti finanziari. Cionondimeno il DDL conferisce altresì al Governo una “delega aperta” ad adottare uno o più decreti legislativi “per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali” di cui al TUF, la quale dovrà essere esercitata dal Governo entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore del DDL Capitali.

La circostanza costituisce, a nostro avviso, una preziosa occasione per valorizzare formalmente istanze connesse alla parità di genere all’interno del Testo Unico; una simile scelta si porrebbe, inoltre, in coerenza con l’*animus* del DDL stesso, il quale dedica il proprio Capo III proprio all’adozione di “*misure di promozione dell’inclusione finanziaria*”, ma che allo stato si limita a prevedere alcuni emendamenti alla Legge 20 agosto 2019, n.92, volti a favorire i processi di educazione finanziaria. Di contro, tale momento di cambiamento – anche alla luce della marcata attenzione ai temi di sostenibilità sociale che caratterizza il diritto dei mercati

⁹⁰ V. *supra* par. 1.

⁹¹ Disegno di legge A.S. 674-B.

finanziari contemporaneo⁹² – potrebbe essere posto al servizio di ridefinizione più strutturale di alcune disposizioni del Testo Unico della Finanza in una prospettiva di genere.

In tal senso, ci permettiamo dunque di prospettare una proposta operativa de *iure condendo*, individuando alcune disposizioni del TUF particolarmente funzionali a tale scopo.

Viene in rilievo, innanzitutto, la possibilità di ipotizzare un'integrazione dell'articolo 5 del Testo Unico, deputato a disciplinare le finalità e destinatari dell'attività di vigilanza.

Da tempo la dottrina ha evidenziato come l'ordine giuridico del mercato sia finalizzato ad obiettivi molteplici, che vanno dalla sana e prudente gestione degli intermediari, alla tutela degli investitori e della clientela nonché, più in generale, alla stabilità del sistema finanziario⁹³, obiettivi che devono ritenersi connessi, lungi dal potersi operare un perseguimento degli stessi "per compartimenti stagni".

In particolare, la prestazione dei servizi e delle attività di investimento riflette l'esigenza di assicurare il rapporto fiduciario tra risparmiatori e fruitori dei servizi finanziari, da un lato, ed intermediari, dall'altro. Per vero, come in più occasioni è stato sostenuto dalla dottrina giuseconomica⁹⁴, la fiducia alimenta e sostiene il mercato finanziario, è il presupposto ineludibile per la sua crescita. In tal senso, l'esigenza di assicurare la fiducia degli investitori nei meccanismi di mercato ha

⁹² Tra i molteplici contributi che hanno analizzato l'argomento v. D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Springer, 2021. In Italia, F. CAPRIGLIONE, *Clima, energia, finanza. Una difficile convergenza*, Utet, 2023 e dottrina *ivi* menzionata.

⁹³ N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, op. cit.

⁹⁴ Cfr. A. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 1, p. 23; E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2020; I. SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2016, 3, 282 ss.; R. NATOLI, *La protezione del cliente finanziariamente analfabeta tra irrazionalità del mercato e paternalismo liberale*, in Queirolo, Benedetti, Carpaneto (a cura di), *La tutela dei "soggetti deboli" tra diritto internazionale, dell'Unione europea e diritto interno*, Roma, 2012, 165 ss.

trovato nel tempo variegata modalità di estrinsecazione che si compendiano nei principi della cd. tutela del consumatore, il quale in ambito finanziario si identifica con colui che si rivolge alle banche e alle imprese di investimento per l'acquisizione di strumenti finanziari idonei a preservare nel tempo e nello spazio il valore del proprio risparmio.

Si noti incidentalmente come tale campo d'azione è stato, poi, ulteriormente arricchito dalla normativa MiFID, la quale ha dispiegato i propri effetti su un duplice versante: da un lato, essa ha imposto specifiche norme comportamentali che vanno ad investire l'attività di intermediazione in senso stretto (per tal via incidendo sul momento in cui si pone in essere la prestazione finanziaria); dall'altro, ha innescato un processo di rivisitazione dell'ambito organizzativo entro il quale l'intermediario deve agire, nel presupposto che la tutela degli investitori si accompagna alla stabilità ed efficienza delle strutture (mediante le quali l'intermediario è chiamato ad operare)⁹⁵. Donde l'orientamento secondo il quale la funzione principale di un assetto organizzativo adeguato è la minimizzazione del rischio⁹⁶.

Pertanto, tenendo conto delle considerazioni già svolte in merito all'esistenza di un raccordo tra funzionalizzazione del mercato finanziario e benessere sociale, nonché alla luce dell'ampio tenore dell'art. 5 TUF - il quale identifica l'essenza della supervisione nella crescita del settore sulla base di criteri ordinatori che assicurano rigore ed equilibrio - non appare improprio suggerire un intervento normativo che introduca, tra gli obiettivi della vigilanza, al fianco della salvaguardia della stabilità e del buon funzionamento del sistema finanziario, quello di garantire l'integrità *sociale* dello stesso.

⁹⁵ Si consenta un rinvio a M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento*, in Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2024, 647 ss.

⁹⁶ V. Banca d'Italia, Circolare n. 285/2013: «efficaci assetti organizzativi e di governo societario costituiscono per tutte le imprese condizione essenziale per il perseguimento degli obiettivi aziendali; per le banche essi assumono particolare rilievo in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento».

Rileva, al riguardo, anche l'opinione di chi recentemente ha avuto modo di sottolineare l'importanza del ruolo della finanza anche con riferimento alla funzione di promozione e orientamento che la regolamentazione e la supervisione finanziaria possono svolgere con riguardo all'implementazione dei fattori ESG (tra i quali pacificamente rientra la parità di genere⁹⁷) nella gestione degli intermediari e nell'indirizzamento delle loro attività. In questa nuova dimensione, invero, profili "micro" e "macro" di regolamentazione e supervisione andrebbero a fondersi, in una circolarità che, alla luce del nuovo paradigma di sostenibilità, arricchisca di nuovi contenuti e significati le finalità della "sana e prudente gestione dei soggetti vigilati" e della "stabilità complessiva, efficienza e competitività del sistema finanziario", rendendole il vero e proprio architrave della sostenibilità dell'impresa bancaria⁹⁸. Seppure, dunque, si possono ritenere in parte già presenti i "semi" per una simile rilettura della disposizione, riteniamo opportuno cogliere l'occasione della delega alla riforma del TUF per andare oltre la mera reinterpretazione dei contenuti prescrittivi di tale regola prudenziale. Invero, nel contesto attuale la rilevanza assunta (anche in ambito costituzionale) dei fattori ESG assurge a indicatore di un modello operativo che si caratterizza per l'attenzione al superamento delle vulnerabilità che sono emerse nella realtà e che devono essere adeguatamente mitigate, modello che a nostro avviso impone una presa di posizione ben più rigorosa del mero stimolo derivante da un processo reinterpretativo della *littera legis* attraverso l'attività di *moral suasion* che la dottrina e la giurisprudenza sono in grado di esercitare (e che comunque assume, necessariamente, carattere contingente).

Sulla base di tali considerazioni, e alla luce del ruolo rivestito dagli intermediari

⁹⁷ W. LEAL FILHO *et al.*, *Promoting gender equality across the sustainable development goals*, in *Environ. Dev. Sustain.*, 2023, 25, 14177–14198.

⁹⁸ Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in Passalacqua (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Cedam, 2022, 69, il quale sottolinea che la sana e prudente gestione ha una potenzialità espansiva maggiore (e dunque legittima interventi di più ampia portata) rispetto a quello di "sicurezza e solidità degli enti creditizi".

nella promozione di istanze di parità di genere nell'accesso al mercato, non è da escludersi altresì la possibilità di prospettare una modifica dell'articolo 21 del Testo Unico, con riferimento alle finalità sottese all'intermediazione finanziaria.

Da tempo è emersa nel settore in esame la preoccupazione di eliminare, o quanto meno, ridurre le *criticità* di un sistema disciplinare nel quale possono sussistere i presupposti per evidenti sperequazioni nelle forme di tutela. Doveroso, quindi, il riferimento all'art. 21 TUF che individua le regole di comportamento cui sono tenuti gli intermediari nello svolgimento della loro attività, finalizzate non solo a garantire forme di più pregnante tutela degli investitori ma anche a cercare di eliminare, o quanto meno, ridurre le *criticità* di un sistema disciplinare nel quale possono sussistere i presupposti per evidenti sperequazioni nelle forme di tutela.

La regola di condotta andrebbe considerata, quindi, una norma iscritta nel codice della deontologia operativa dell'intermediario finanziario ancor prima che costituire parte significativa del sistema disciplinare posto a presidio di un corretto e trasparente *modus agendi*.

È in tale premessa che va considerata *l'intentio legis* dell'art. 21 TUF (in tema la vendita di strumenti finanziari ai risparmiatori/investitori), che dall'obiettivo iniziale di assicurare un *agere* corretto oggi intende conferire all'attività posta in essere un'essenza valoriale che interagisce sulle possibilità di sviluppo di un mercato sano e, come tale, socialmente responsabile, sostenibile e inclusivo. In tale ottica si presenta, la possibilità di immaginare una riforma della disposizione sotto un duplice profilo.

In primo luogo, laddove la lettera a) del comma 1 della disposizione impone agli intermediari di "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per *l'integrità dei mercati*", potrebbe a nostro avviso operarsi una specificazione della nozione (la quale altrimenti rischia di essere relegata alla nota dualità stabilità-efficienza) di integrità, facendo riferimento più opportunamente all'integrità *economica e sociale* dei mercati.

In secondo luogo, riteniamo che la disposizione potrebbe essere ulteriormente rifinita attraverso una valorizzazione della tematica di genere all'interno degli obblighi connessi all'individuazione del *target client* nell'attività di prestazione di servizi di investimento: in particolare, ove il comma 2-*bis* dell'articolo 21 prevede che “quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati [...] fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. [...]”. La disposizione potrebbe essere qui arricchita – seguendo il modello delineato da recenti interventi novativi quali la *Corporate Sustainability Reporting Directive*⁹⁹ - prevedendosi espressamente che la suddetta compatibilità tenga conto di elementi di diversità connessi al genere ovvero a forme di vulnerabilità (derivanti da aspetti quali l'età, l'eventuale disabilità, il percorso formativo o la particolare condizione di debolezza economica) dei clienti. In questo senso, si potrebbe ipotizzare una disposizione del seguente tenore: “quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati [...] fanno sì [...] che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target, *tenendo conto altresì della condizione di vulnerabilità derivante da fattori sociali, economici, ovvero di genere.*”

L'orientamento qui proposto (ossia l'idea di introdurre una esplicita previsione dell'equilibrio di genere nelle norme del TUF), va considerato, inoltre, pienamente giustificato anche alla luce del fatto che – come evidenziato nei paragrafi precedenti¹⁰⁰ gli Stati membri (diversamente dal nostro Paese) non hanno dimostrato significativi progressi nemmeno nella *gender diversity* dei *board* laddove ciò sia stato

⁹⁹ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.

¹⁰⁰ V., *supra*, par. 1 e 2.

lasciato ad una loro scelta autonoma¹⁰¹.

Sia ben chiaro: non si intende qui individuare una soluzione quale panacea di tutti i mali che affliggono il mercato. Ci limitiamo ad offrire alcuni spunti di riflessione sui rischi connessi al costante incremento delle iniquità e dei divari tra le classi sociali, prendendosi atto del fatto che non è ipotizzabile prosperità economica senza inclusione sociale, e che la crescita di lungo periodo è intrinsecamente collegata all'equilibrio anche di genere dell'ecosistema. Se il mercato finanziario vive nella realtà, nella vita delle imprese e delle donne e degli uomini che ne fanno parte, allora le relazioni sociali incentrate su meccanismi che riducono il *gender gap* rappresentano uno *step* importante nello sforzo di trovare un delicato punto di equilibrio per governare le disuguaglianze sociali. Il governo delle disuguaglianze è, in altri termini, necessario per la realizzazione delle molteplici finalità sottese alla realizzazione di un mercato maturo e sul piano concreto socialmente sostenibile.

7. Le riflessioni operate nel corso del presente scritto miravano anzitutto a promuovere una maggiore considerazione delle criticità connesse alla persistente disparità di genere nel mercato finanziario, evidenziando come queste, pur essendo empiricamente osservabili e documentate dalla riflessione in ambito economico ed antropologico, siano sovente marginali nel dibattito giuridico, storicamente più concentrato ad analizzare questioni relative all'efficienza nel settore finanziario. Questo nonostante in anni recenti stiano emergendo, in verità, segnali confortanti alla luce della attenzione al generale tema della sostenibilità.

In secondo luogo, si proponevano di evidenziare come un'efficace strategia di contrasto alla disparità di genere nel settore finanziario non possa prescindere – pur

¹⁰¹ Allo stesso modo, sarebbe opportuno utilizzare meccanismi di valutazione d'impatto della regolazione (VIR), sì da calcolare gli effetti delle misure introdotte, venendo incontro ai desideri di chi, come coloro che qui scrivono, crede in un sistema meritocratico. Cfr. Di Porto, Espa (a cura di), *L'analisi d'impatto e gli strumenti per la qualità della regolazione*, Napoli, 2022.

nella consapevolezza delle diverse prospettive accolte dalle diverse correnti del femminismo giuridico – da un momento genuinamente normativo, volto a cristallizzare nel diritto positivo il tema della parità di genere e del suo perseguimento quale finalità connaturata al corretto dispiegarsi del mercato finanziario. Ciò, con lo scopo, da un lato, di ridurre i rischi connessi alla contingenza dei processi interpretativi e delle misure di *policy*; dall'altro, di rafforzare i profili di legittimità delle politiche di genere nel settore finanziario e ponendo quest'ultime quale diretta emanazione della *rule of law*, al fine di massimizzarne l'effetto conformativo nei confronti dei comportamenti degli attori di mercato.

A tale scopo, si è osservato come la prospettata riforma del TUF ad opera del DDL Capitali rappresenti una preziosa occasione per adeguare una normativa (la quale invero identifica le proprie finalità di fondo sulla base di una concezione del mercato risalente alla fine del secolo scorso) alla mutata sensibilità rispetto alla rilevanza dei processi di inclusione sociale sullo sviluppo dei mercati.

Giova a questo punto, in chiusura, una breve considerazione, per sottolineare ulteriormente l'importanza di una – a nostro avviso necessaria – considerazione normativa del problema: alla luce degli sviluppi tecnologici che hanno caratterizzato il mercato finanziario, parte della dottrina tende oggi a promuovere un crescente coinvolgimento dei modelli decisionali automatizzati nei processi di *governance* e di prestazione dei servizi propri del mercato finanziario, sulla base (non dovrebbe sorprendere) della supposta idoneità di queste tecnologie a prevenire errori umani e processi discriminatori. Ciò, inoltre, coadiuvato dalla promessa di una maggiore personalizzazione, sulla base della capacità dei sistemi di intelligenza artificiale di elaborare quantità di informazioni qualitative e quantitative maggiori rispetto a quanto sia possibile alla propria “controparte umana”, con un significativo aumento della capacità *welfare enhancing* del sistema finanziario.

Il tema è, in verità, troppo vasto per essere affrontato nel contesto qui in

esame¹⁰², ma riteniamo nondimeno opportuno sottolineare come l'idea di "esternalizzare" l'attività di contrasto alla discriminazione di genere attraverso l'accoglimento di soluzioni *by design* comporti, insieme ad indubbie potenzialità, altrettanti rischi che devono tenersi in considerazione, specialmente quando questi si intrecciano alla questione di genere. È stato evidenziato, in particolare, come le strategie di *training* dell'intelligenza artificiale, essendo ancora profondamente legate alle caratteristiche del dato storico utilizzato, possano determinare la creazione di modelli tendenti a replicare quelle forme di discriminazione sociale – ivi compresa quella di genere – riscontrabili in passato nel mercato finanziario.

In questo senso, non può propriamente parlarsi (al pari di quanto detto per le regole) di Intelligenze Artificiali "neutrali" posto che, come giustamente osservato,¹⁰³ la mancanza di neutralità è propria dei dati. Ne deriva, di conseguenza, che la presenza di *gender bias* nei processi decisionali automatizzati non sarà scongiurabile fino a quando i dati sociali attraverso cui questi si formano saranno condizionati da forme di discriminazione di genere. Già agli albori dello sviluppo delle tecnologie digitali, la consapevolezza del fatto che queste costituiscono "un prodotto del loro tempo e del loro contesto organizzativo"¹⁰⁴ ha rafforzato l'idea per la quale esse necessariamente rifletteranno le conoscenze, i materiali, gli interessi e le condizioni di un determinato luogo della storia. Posto che la tecnologia è strutturalmente e socialmente costruita, essa rispecchia i pregiudizi impliciti dei suoi creatori e allo stesso tempo acquisisce nuovi significati e funzioni - e potenzialmente pregiudizi - attraverso un uso ripetuto e diffuso. La discriminazione automatizzata, in altri

¹⁰² Per un'indagine del fenomeno si consenta un rinvio a A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*

Il paradigma dell'inerenza nella regolamentazione delle tecnologie emergenti, Cedam, 2020.

¹⁰³ E. STRADELLA, *AI, tecnologie innovative e produzione normativa: potenzialità e rischi*, in *DPCE Online*, 2020, 44, 3.

¹⁰⁴ Così W. ORLIKOWSKI, *The duality of technology: Rethinking the concept of technology in organizations*, in *Organ. Sci.*, 1992, 33, 421.

termini, segue inevitabilmente la discriminazione naturale¹⁰⁵ e, anzi, di questa si alimenta, potendone persino propagare e rendere sistemici gli effetti.

Tale aspetto è, invero, ben dimostrato dagli studi condotti sul in materia di discriminazione di genere nei processi di *automated decision-making*, i quali hanno evidenziato la tendenza dei sistemi di intelligenza artificiale a promuovere stereotipi e a rafforzare i comportamenti di esclusione, derivante dalle caratteristiche dei *dataset* attraverso i quali questi erano stati addestrati¹⁰⁶. Ad esempio, è stato osservato come – nell’ambito dei processi di selezione del personale – algoritmi addestrati con basi di dati costituite principalmente da *curriculum* di candidati maschi tendessero ad escludere i candidati donne, traendo dalla minore presenza di *data points* riferibili alle donne l’assunto secondo cui queste raramente potessero qualificarsi come dipendenti ad alto rendimento¹⁰⁷. Effetti analoghi sono stati osservati altresì in altri settori, quali quelli dell’accesso al credito, dell’educazione e della formazione¹⁰⁸ e persino in ambito sanitario, ove si è recentemente osservato che i modelli di intelligenza artificiale costruiti per prevedere le malattie del fegato sulla base degli esami del sangue avessero il doppio delle probabilità di non identificare tali condizioni quando presenti nelle donne¹⁰⁹.

Con ciò non si vuole sostenere, naturalmente, che ciò renda i sistemi di intelligenza artificiale strutturalmente inadatti allo svolgimento di attività che

¹⁰⁵ Cfr. M.C. JACKSON, *Artificial intelligence & algorithmic bias: the issues with technology reflecting history & humans*, in *J. Bus. Technol. Law*, 2021, 16, 299 ss.

¹⁰⁶ Per una rassegna, v. C. CRIADO PEREZ, *Invisible Women: Data Bias in a World Designed for Men*, Abrams Press, 2019.

¹⁰⁷ P. HALL, D. ELLIS, *A systematic review of socio-technical gender bias in AI algorithms*, in *Online Information Review*, 2023, 47, 7, 1264-1279; J. DASTIN, *Amazon Scraps Secret AI Recruiting Tool that Showed Bias against Women*, in Martin (a cura di) *Ethics of Data and Analytics*, 2021, Auerbach Publications, 296–299.

¹⁰⁸ J. BUOLAMWINI, T. GEBRU, *Gender shades: Intersectional accuracy disparities in commercial gender classification*, in *Conf. Fairness Account. Transpar.*, 2018, 81, 77–91.

¹⁰⁹ I. STRAW I, H. WU, *Investigating for bias in healthcare algorithms: a sex-stratified analysis of supervised machine learning models in liver disease prediction*, in *BMJ Health & Care Informatics*, 2022, 29, e100457.

implicano processi decisionali, che non esistano strategie di *debiasing* per mitigare queste alterazioni, o che non si possa lavorare sulla qualità dei dati di *training* (e quindi sui dataset su cui le intelligenze artificiali devono essere allenate al fine di renderli non discriminatori, come richiesto, ad esempio, dall'*Artificial Intelligence Act*¹¹⁰), ed eliminare in questo modo “l’antecedente concettuale” del fenomeno discriminatorio.

Nondimeno, porre attenzione a questi aspetti consente di evidenziare, ancora una volta, come il processo di raggiungimento dell’equità di genere – nel mercato finanziario ed al di fuori di esso – debba, necessariamente, muovere dalla conformazione dell’*agere* individuale a logiche di parità e, di conseguenza, trovare nell’atto normativo il proprio referente privilegiato.

Mirella Pellegrini

*Ordinario di Diritto dell’economia
nell’Università Luiss G. Carli di Roma*

Antonio Davola

*Ricercatore di Diritto dell’economia
nell’Università degli studi di Bari Aldo Moro*

¹¹⁰ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale (legge sull’intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell’unione, com/2021/206 final.

**LA “DECENTRALIZZAZIONE” DEI MERCATI FINANZIARI.
INNOVAZIONE TECNOLOGICA E NUOVE ISTANZE DI
REGOLAMENTAZIONE ***

(Decentralization of financial markets. Technological innovation and new regulatory issues)

ABSTRACT: *La finanza decentralizzata è un fenomeno sviluppatosi a seguito dell'avvento della tecnologia blockchain e della sua interazione con principi e metodi della finanza “classica”. Nonostante il know how e l'esperienza posseduta nel settore finanziario, si riscontra ancora una particolare diffidenza da parte degli investitori istituzionali (come banche, imprese d'investimento e fondi comuni di investimento) nell'entrare attivamente nei mercati finanziari decentralizzati. Il Regolamento MiCA crea le condizioni per il superamento di questa diffidenza e ciò comporta la nascita di un nuovo contesto normativo. Si tratta della cd. Institutional DeFi, termine che designa l'insieme delle regole che, nel mercato delle cripto-attività, sono pensate espressamente per i “tokenholder” istituzionali in modo da favorirne l'entrata in questo settore particolarmente innovativo.*

Decentralized finance is a phenomenon that has developed as a result of the application of blockchain technology and its interaction with principles and methods of "traditional" finance. Despite the know-how and the experience possessed in the financial sector, there is still a particular wariness on the part of institutional investors (such as banks, investment firms and mutual funds) to actively enter decentralized financial markets. The MiCA Regulation creates the conditions for overcoming this mistrust, resulting in the emergence of a new regulatory framework. This is the so-

* Contributo approvato dai revisori.

called *Institutional DeFi*, a term for the set of rules that, in the crypto-asset market, are designed expressly for institutional “tokenholders” so as to facilitate their entry into this particularly innovative sector.

SOMMARIO: 1. L’impatto delle *Institutional DeFi* sui mercati dei capitali; - 2. Le previsioni del Regolamento MICA a favore di soggetti “istituzionali”; - 3. I presidi di “base” per l’entrata degli “istituzionali” nel settore DeFi: le norme in materia di riciclaggio; - 4. (Segue) : le norme a presidio del rischio di abusi di mercato; - 5. Le norme “preferenziali” adottate per gli operatori dell’*Institutional DeFi*: l’emissione di asset- referenced token; - 6. (Segue) L’offerta di e-money token; - 7. (Segue) Le esenzioni previste nell’esercizio dei servizi relative a crypto – attività; - 8. Brevi considerazioni conclusive. Un auspicio.

1. La finanza decentralizzata (dall’inglese *Decentralized Finance* e abbreviato di solito in “DeFi”) è un fenomeno sviluppatosi a seguito dell’avvento della tecnologia *blockchain* e della sua interazione con principi e metodi della finanza “classica”¹. Con questo termine ci si riferisce all’impiego della tecnologia *blockchain* e dei suoi “derivati” (*smart contract*, *token* e c.d. “protocolli”) per il compimento di operazioni di natura finanziaria simili a quelle condotte sui tradizionali mercati finanziari.

Al 1° novembre 2023 il valore di questo mercato era di circa 90 miliardi di dollari e, sebbene diminuito di ben tre volte rispetto al picco raggiunto nel novembre del 2021, questo valore rimane comunque centoottanta volte superiore a quello di appena quattro anni prima². Ciò è sintomo del fatto che lo sviluppo dei mercati *decentralizzati*, sebbene rallentato dai numerosi scandali del 2022³, è ancora in corso.

¹ In argomento: PRANDIN E., *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in Bocconi Legal Papers, n. 16, 2021, p. 51-62; BOYKEY SIDLEY S. e DINGLE S., *Beyond Bitcoin*, Londra, 2022; FURNARI S.L., *La Finanza Decentralizzata. Cripto-Attività, Protocolli, Questioni Giuridiche Aperte*, Roma, 2023.

² Dati disponibili al sito web <https://defillama.com/> [Ultimo accesso: 13/11/2023]

³ Il riferimento è a quanto accaduto all’ecosistema TERRA e alla sua *stablecoin* algoritmica UST che nei giorni compresi fra il 10 e il 13 maggio 2022, forse a causa di un attacco da parte di sconosciuti, dopo aver perso il c.d. “peg” al dollaro non è più riuscita a riacquisirlo nonché al noto fallimento

Nonostante il *know how* e l'esperienza posseduta nel settore finanziario, oggi si riscontra ancora una particolare diffidenza da parte degli investitori istituzionali (come banche, imprese d'investimento e fondi comuni di investimento) nell'entrare attivamente nei mercati finanziari decentralizzati. Ciò sebbene, in qualche raro articolo con finalità preminentemente promozionali⁴, sia possibile leggere di un fenomeno denominato *Institutional DeFi*, termine con il quale si vorrebbero identificare i vantaggi che gli intermediari finanziari tradizionali potrebbero trarre dalla partecipazione attiva in questo mercato.

Nell'indagare le ragioni di questa mancata partecipazione (o, comunque, in ritardo) sembra utile soffermarsi sull'analisi del panorama regolamentare applicabile alla finanza decentralizzata. Panorama regolamentare in *via di sviluppo* tanto quanto il settore, nel quale lo sforzo del legislatore comunitario appare particolarmente apprezzabile. In particolare, l'attività regolamentare dell'Unione Europea è da considerare in quanto mirante, non solo a uno sviluppo di regole uniformi per tutto il territorio europeo⁵ - superando sul punto anche gli Stati Uniti, ove non sembra esserci ancora una visione univoca sulle modalità di regolamentazione del settore -, ma anche alla definizione di regole pensate per permettere la partecipazione ai mercati decentralizzati di investitori istituzionali.

2. Il termine *Institutional DeFi* ci sembra adatto alla descrizione di un nuovo contesto normativo, ovvero quello mirante a individuare le regole che, nel mercato delle crypto-attività, sono pensate espressamente per i "*tokenholder*" istituzionali.

Va ricordato che il settore delle crypto-attività nasce sotto spinte che potremmo

dell'*exchange* centralizzato FTX. Eventi questi che hanno comportato il fallimento di due dei più importanti progetti della finanza decentralizzata dalla capitalizzazione di svariati miliardi di dollari.

⁴ Il riferimento è agli articoli disponibili ai seguenti link: <https://www.jpmorgan.com/onyx/content-hub/institutional-defi><https://www.jpmorgan.com/onyx/content-hub/institutional-defi>;

<https://www.fireblocks.com/institutional-defi/>;

https://medium.com/@wonderful_lilac_beetle_302/defi-3-0-the-institutional-defi-505b1036b81f

⁵ In argomento ANNUNZIATA F., *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, European Banking Institute Working Paper Series no. 158, 2023, p. 4 -7

definire di “iper democrazia”, sostenendo l’inutilità degli intermediari “classici” nel funzionamento dei mercati finanziari e promuovendo forme organizzative come le *Decentralized Autonomous Organization* (DAO)⁶. Vi sono, quindi, valide ragioni per ritenere che all’interno della regolamentazione di questo settore vi saranno presto dei “sotto-settori”. Fra questi, quelli che attireranno le più importanti istanze regolamentari saranno, con molta probabilità, (1) quello della *Institutional DeFi*, che si occuperà dei presidi regolamentari e organizzativi con riferimento all’operatività degli intermediari finanziari tradizionali in questo settore e (2) quello della “DeFi pura”, che punterà, con modalità ancora da definire, a regolare l’offerta di servizi in crypto-attività da parte di entità autonome decentralizzate⁷.

Sembra che il regolatore europeo cerchi proprio di sostenere l’*Institutional DeFi*. Senza timore di smentita, si potrebbe addirittura affermare che l’Europa abbia volutamente *preparato il campo* per l’entrata in questo settore degli intermediari finanziari tradizionali. Prova di ciò si rinviene dall’analisi del Regolamento MICA (o MICAR)⁸ all’interno del quale la “promozione” di una sorta di istituzionalizzazione di questo settore si può individuare in almeno due aspetti: (1) il rafforzamento dei presidi di base affinché gli intermediari finanziari istituzioni possano anche solo “avvicinarsi” a questo settore; nonché (2) la previsione di specifiche attività “riservate” in modo particolare agli intermediari finanziari tradizionali.

Nel primo gruppo rientrano le norme in materia di antiriciclaggio, lotta al finanziamento del terrorismo e alle manipolazioni del mercato. Nel secondo, invece,

⁶ Si noti che nelle DAO la funzione di “intermediario” si nega persino ai gestori stessi dell’organizzazione, sia questa imprenditoriale o meno. Per approfondimenti sul punto sia permesso il rinvio a LENER R. e FURNARI S. L., *Prime riflessioni su DAO e principi generali del diritto dell’impresa*, in Rivista di diritto privato, 3, 2022.

⁷ ZETZSCHE D., BUCKLEY R., ARNER D. e VAN EK, M., *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, UNSW Law Research Paper No. 23-27, Luxembourg, 2023

⁸ Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937

è possibile inserire le norme in materia di offerta di token collegati ad attività (c.d. *asset-referenced token*) e di token di moneta elettronica (c.d. *electronic money token*) insieme alle esenzioni previste a favore delle imprese di investimento in riferimento all’offerta di servizi relativi a cripto-attività.

3. Il settore delle cripto-attività, nonostante il suo potenziale di crescita e innovazione, presenta ancora significativi rischi e sfide che, dalla sua nascita, hanno spaventato particolarmente gli investitori istituzionali. La volatilità del mercato, la mancanza di chiarezza normativa, le preoccupazioni per la cyber-sicurezza, i potenziali rischi di riciclaggio e la inapplicabilità delle norme in materia di manipolazione dei mercati hanno sempre reso questo settore un'arena pericolosa cui “partecipare” senza mettere a rischio la sana e prudente gestione o i principi di *best execution* che presiedono allo svolgimento delle attività degli intermediari finanziari istituzionali. Lo stadio relativamente nascente dell'industria, unito ai limitati dati storici e a un non completo sviluppo di sicure *best practices* ha contribuito a favorire la descritta esitazione.

Il legislatore europeo ha provato a superare siffatte critiche con l’approvazione del MiCAR, nuovo quadro normativo per la supervisione dell'industria delle cripto-attività. Il MiCAR, infatti, crea le basi per permettere la partecipazione dei soggetti istituzionali grazie a nuove regole che promuovono la trasparenza, proteggono gli investitori e mirano al mantenimento della stabilità finanziaria anche in questo settore. Ciò avviene, a livello generale, attraverso l’introduzione di requisiti autorizzativi per gli operatori del settore, di regole di trasparenza e *disclosure*, e, soprattutto, di nuove regole contro la manipolazione del mercato e il riciclaggio di denaro. Proprio quest’ultimi rischi sono stati, da sempre, i maggiori ostacoli che hanno impedito l'ingresso degli investitori istituzionali in questo settore.

La regolamentazione in materia di antiriciclaggio, in particolare, è stata la

prima normativa europea che si è occupata delle cripto-attività⁹. La quinta direttiva antiriciclaggio¹⁰ ha, infatti, modificato la Direttiva (UE) 2015/849¹¹ (quarta direttiva antiriciclaggio) introducendo la definizione di “valuta virtuale”. Come l’impiego della terminologia “valuta virtuale” anziché “cripto-attività” lascia presagire, la definizione inizialmente introdotta è stata volutamente ampia e capace di generare dubbi interpretativi. Ai sensi dell’art. 3 della Direttiva (UE) 2015/849, come da ultimo modificata, si definisce “valuta virtuale” la «rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente»¹².

Dalla lettura della definizione è possibile, in primo luogo, notare come non vi siano riferimenti agli elementi su cui una cripto-attività basa il proprio funzionamento (ovvero la DLT, gli *smart contract* e i *token* né, soprattutto, alle diverse categorie di cripto-attività esistenti). Ciò amplia potenzialmente il novero dei *valori digitalmente*

⁹ In argomento: PERNICE C., Pernice C., *Crittovalute e Bitcoin* in Fimmanò F. e Falcone G. (a cura di), Fintech, Napoli, 2019, p. 533-535; RUBINO DE RITIS M., *La moneta digitale complementare: modelli convenzionali di adempimento in criptomonete e prospettive per il Sud*, in Fimmanò F. e Falcone G. (a cura di), Fintech, Napoli, 2019 p. 543-544; ANNUNZIATA F., CONSO A. et al, *NFT. L’arte e il suo doppio*, Milano, 2021, p. 101 – 106; PASSARETTA M., *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in FIMMANÒ F. e FALCONE G. (a cura di), Fintech, Napoli, 2019, p. 463-489.

¹⁰ Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE.

¹¹ Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione.

¹² La definizione in lingua inglese recepita all’interno della quarta direttiva antiriciclaggio recita precisamente «“virtual currencies” means a digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically».

rappresentati che potrebbero rientrare in questa definizione, in linea con lo scopo del legislatore di arginare, quanto più possibile i pericoli di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. È noto, infatti, che le cripto-attività più utilizzate riescono a garantire una sorta di “pseudo-anonimato” (valorizzato, dai primi utilizzatori, alla stregua di un vero e proprio anonimato), tale da rendere le transazioni in cripto-attività difficilmente ricollegabili al soggetto che le effettua. Ciò è stato ritenuto giustificazione sufficiente per introdurre una definizione volutamente (forse eccessivamente) ampia¹³.

In linea con gli scopi perseguiti, la disciplina antiriciclaggio impone, poi, specifici obblighi anche ai soggetti che prestano al pubblico due specifici servizi aventi per oggetto valute virtuali. Ai sensi dell’art. 2, comma 1, n. 3, lett. g) e h) della Direttiva in discorso, questa si applica agli *exchange* di valute virtuali, definiti precisamente come i «prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso», nonché ai “*prestatori di servizi di portafoglio digitale*”, definiti come «soggett[i] che fornisc[ono] servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali»¹⁴.

Al di là delle critiche per i dubbi interpretativi generati dall’eccesso di genericità (almeno della definizione di valuta virtuale¹⁵), la normativa antiriciclaggio

¹³ Ciò nonostante, all’interno di questo settore sono sempre di più le aziende che offrono dei servizi di c.d. *blockchain forensics* con i quali, grazie alla trasparenza delle DLT, è possibile tracciare tutti i movimenti effettuati da una specifica cripto-attività o da uno specifico *wallet* allo scopo di riconoscere l’eventuale provenienza illecita dei fondi movimentati.

¹⁴ Definizione introdotta dall’art. 1, della Direttiva (UE) 2018/843 nella Direttiva (UE) 2015/849. La definizione in lingua inglese recita «“custodian wallet provider” means an entity that provides services to safeguard private cryptographic keys on behalf of its customers, to hold, store and transfer virtual currencies».

¹⁵ Il legislatore europeo sembra aver compreso questa problematica tanto che fra le modifiche attese alla disciplina in materia di antiriciclaggio annunciate con la proposta di riforma della Commissione Europea del 20 luglio 2021 sembrerebbe esserci anche l’abrogazione della definizione di valuta virtuale e la sua sostituzione con un riferimento alla definizione di cripto-attività contenuta all’interno del Regolamento MiCA. In argomento si veda MINTO A., *Riflessioni sull’applicabilità della disciplina antiriciclaggio ai Non-Fungible Tokens (“NFT”)*, Rivista di Diritto Bancario, I, 2023, p. 52-54.

ha indubbiamente avuto l’importante merito di aver dato riconoscimento alle cripto-attività e ai soggetti che su di esse operano¹⁶.

Il MiCAR contribuisce a rafforzare la disciplina preventiva del riciclaggio prevedendo obblighi pregnanti in capo sia ai c.d. *cripto-asset service provider* (CASP) che agli emittenti, ai quali è richiesta l’attuazione di robuste politiche e procedure antiriciclaggio. Fra gli obblighi che rientrano in questa categoria di cui è disseminato il MiCAR è possibile segnalare, ad esempio, l’articolo 18, comma 2, del MiCAR che, alla lett. (g) richiede agli emittenti *di asset-referenced token* che hanno accordi con i CASP di fornire «una descrizione dei loro meccanismi e delle loro procedure di controllo interno per garantire il rispetto degli obblighi in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo a norma della direttiva (UE) 2015/849».

Significative sono anche le norme di cui all’artt. 24, comma 1, lett. g e 64, comma 1, lett. f, secondo cui la possibilità che l’attività, rispettivamente, dell’emittente o del CASP, comporti un grave rischio di riciclaggio di denaro e/o di finanziamento del terrorismo, costituisce una delle ragioni che giustifica la revoca dell’autorizzazione a emettere *asset-referenced token* o a prestare servizi relativi a cripto-attività.

Infine, il pieno rispetto della normativa antiriciclaggio è particolarmente rilevante nella valutazione della reputazione e dei requisiti di idoneità e adeguatezza dei membri dell’organo amministrativo e degli azionisti degli emittenti di *asset-referenced token* e dei CASP.

4. Per quanto riguarda le regole in materia abusi di mercato, si potrebbe dire che il legislatore europeo ha così tanto voluto favorire l’ingresso degli investitori

¹⁶ Al riguardo, come sottolineato in ANNUNZIATA F., CONSO A. *et al*, cit., p. 103, il Considerando n. 8 della Direttiva (UE) 2018/843 in realtà riconosce il valore “sociale” delle cripto-attività e della tecnologia DLT, affermando che l’approccio adottato con questa normativa contribuirebbe a salvaguardare «i progressi tecnici e l’elevato livello di trasparenza raggiunto in materia di finanziamenti alternativi e imprenditorialità sociale».

istituzionali da aver esteso regole che, prima del MiCAR, erano esclusivamente esistenti nel settore finanziario a strumenti che non sono strumenti finanziari per definizione¹⁷.

In particolare, secondo il legislatore europeo, sarebbe eccessivo imporre a chi opera in questo settore tutti gli obblighi previsti nel Regolamento (UE) N. 596/2014 (*Market Abuse Regulation* o MAR)¹⁸. Ciò viene spiegato all'interno del Considerando 95 del MiCAR, in cui è possibile leggere che «È importante garantire la fiducia nei mercati delle cripto-attività e l'integrità di tali mercati. È pertanto necessario stabilire norme volte a scoraggiare gli abusi di mercato per le cripto-attività ammesse alla negoziazione. Tuttavia, poiché gli emittenti di cripto-attività e i prestatori di servizi per le cripto-attività sono molto spesso PMI, sarebbe sproporzionato applicare loro tutte le disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (21).» In realtà, pur perseguendo lo scopo di favorire la maggior "sicurezza" dell'intero settore, il legislatore non considera che la tecnologia blockchain può essere un valido strumento per ridurre i rischi di manipolazione del mercato, introducendo, invece, regole ad hoc nel suo Titolo VI, dagli artt. 86 a 92. Vi è da considerare che gli investitori istituzionali gestiscono, nella maggior parte dei casi, valori che, direttamente o indirettamente, sono riferibili a investitori *retail*. Da qui l'importanza di partecipare a un mercato "sicuro" anche per quanto riguarda il rischio di abusi di mercato.

Gli artt. da 87 a 90 del MiCAR prevedono norme in materia di informazioni privilegiate, stabilendo, senza richiami alla normativa del MAR, cosa si intende per informazioni privilegiate (art. 87), imponendone la comunicazione al pubblico (art. 88) nonché vietandone l'abuso (art. 89) o l'illecita divulgazione (art. 90). Le norme

¹⁷ Si ricorda, infatti, che il MiCAR trova specificamente applicazione alle sole cripto-attività che non rientrino, altresì, nella definizione di strumento finanziario prevista dalla MiFID.

¹⁸ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione

relative al divieto di manipolazione del mercato sono, invece, contenute in un unico articolo (art. 91), a segnalare quanto il legislatore abbia *miniaturizzato* il MAR pur di renderlo applicabile al settore delle cripto-attività.

Così come previsto per le norme in materia di riciclaggio, inserite all'interno del MiCAR è possibile trovare regole che impongono ai prestatori di servizi di cripto-attività la creazione di strutture organizzative volte a monitorare la possibile presenza di comportamenti scorretti.

5. Il Titolo III del Regolamento (artt. 16-47), è dedicato agli offerenti di *asset-referenced token*, ovvero cripto-attività della categoria delle *stablecoin*¹⁹ il cui valore dipende da altri valori o diritti o da una combinazione di questi, incluse monete aventi corso legale, che non possono essere qualificate già come moneta elettronica ai sensi del diritto europeo. Considerata la preoccupazione che l'offerta di queste cripto-attività possa costituire un “nemico” della moneta avente corso legale, la disciplina dell'offerta al pubblico è caratterizzata da procedure autorizzative che vedono il coinvolgimento di più autorità nonché dalla possibilità di vietarne l'offerta qualora questa possa minacciare la stabilità finanziaria o i principi di sovranità monetaria.

Quanto detto in merito all'intenzione di regolare gli emittenti di *asset-referenced token* alla stregua di intermediari finanziari tradizionali emerge con particolare evidenza dalle regole che riguardano la procedura di autorizzazione nonché dalle altre regole organizzative.

In particolare, dall'invio della istanza di autorizzazione l'autorità competente del singolo Stato membro ha venticinque giorni per confermare la completezza delle informazioni ricevute. Dallo stesso termine decorre anche quello di sessanta giorni

¹⁹ Per maggiori dettagli sulle *stablecoin* e sulla loro classificazione si rimanda a FURNARI S. L. e LENER R. A., *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, in *Bocconi Legal Papers*, n. 16, 2021, p. 67-77

per rilasciare, si badi bene, non l'autorizzazione ma solo una prima "bozza" di autorizzazione, la quale dovrà già contenere una adeguata motivazione relativamente al rifiuto o all'accoglimento dell'istanza autorizzativa. Questa previsione lascia intendere l'evidente attenzione del Regolamento MiCA per gli effetti sui mercati e, in particolare, sulla sovranità monetaria, che potrebbero essere causati dall'emissione di *asset-referenced token*. La «bozza» viene notificata anche all'EBA, all'ESMA e alla Banca Centrale Europea le quali, entro venti giorni dalla ricezione, dovranno emanare un parere non vincolante da trasmettere all'autorità competente.

Una volta ricevuto il parere, l'autorità competente avrà ancora venticinque giorni per prendere una decisione sull'autorizzazione. Trascorso questo termine, la decisione in merito all'istanza di autorizzazione dovrà essere comunicata entro cinque giorni all'offerente. L'accoglimento dell'istanza di autorizzazione implica che anche il *white paper* debba considerarsi automaticamente approvato.

L'autorizzazione può essere negata, oltre che per inadeguatezza organizzativa, anche nel caso in cui il *business model* dell'esponente costituisca una minaccia alla stabilità finanziaria o metta in discussione i principi di sovranità delle monete aventi corso legale²⁰.

Come detto, il MiCAR prevede per gli emittenti di *asset-referenced token* una disciplina molto simile a quella prevista per gli intermediari finanziari tradizionali. Si prevede, infatti, che l'ottenimento dell'autorizzazione sia subordinato al possesso di una struttura organizzativa adeguata, di un piano delle attività e di procedure per la gestione degli eventuali reclami. Particolari requisiti richiede poi la *governance* dell'offerente, oltre ad essere richiesta piena *disclosure* circa i soggetti che detengono più del 20% del capitale dell'offerente (o che in altro modo ne esercitano il controllo).

²⁰ Una volta concessa, ai sensi dell'art. 24, l'autorizzazione può essere revocata in caso di: non utilizzo per un periodo superiore a sei mesi; rinuncia; venir meno delle condizioni che ne avevano consentito il rilascio; violazione della normativa applicabile; sottoposizione a una procedura di liquidazione oppure qualora l'attività dell'emittente rappresenti un rischio all'integrità dei mercati, alla stabilità finanziaria, al funzionamento dei sistemi di pagamento o ai presidi contro il riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo.

Infine, gli amministratori dell'emittente devono possedere requisiti di onorabilità e competenza non dissimili da quelli previsti per gli istituti di credito o per gli intermediari finanziari. Obblighi rafforzati sono poi previsti in merito alla gestione dei conflitti di interesse (art. 32), alle informazioni da fornire ai detentori dei *token* (le quali, ai sensi dell'art. 30, devono essere continuative, almeno con riferimento al valore degli asset di riferimento), alla gestione dei reclami (art. 31), ai meccanismi di *governance* (art. 34) e alla disciplina dei fondi propri (art. 35). Su quest'ultimo aspetto, il Regolamento MiCA prevede che ogni offerente debba avere fondi propri pari ad almeno 350.000 euro, oppure, se maggiore, al 2% della media del valore delle proprie riserve calcolate nei sei mesi precedenti o al 25% dei costi dell'anno precedente²¹.

L'acquisto di partecipazioni nel capitale degli emittenti di *asset-referenced token* che superino determinate soglie, va comunicato all'autorità amministrative che ha il potere di impedire l'operazione nel caso in cui la valutazione del potenziale acquirente si concluda con un giudizio negativo. Nelle proprie valutazioni, le autorità competenti dovranno tener conto, *inter alia*, della reputazione del potenziale acquirente o dei soggetti che lo gestiscono, della sua capacità finanziaria, della possibilità di rispettare le norme previste dal Regolamento MiCA, nonché del rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Ai sensi dell'art. 47 del Regolamento MiCA, l'offerente deve elaborare e mantenere costantemente aggiornato un piano di rimborso che preveda le modalità (anche contrattuali) con le quali si possa addivenire alla vendita degli *asset* allocati nelle riserve così da rimborsare i *tokenholder* di *asset-referenced token*. Questa norma, in verità, riveste particolare importanza, considerata la natura pressoché irreversibile delle operazioni che hanno per oggetto cripto-attività. Noti sono, infatti, i casi di cronaca in cui alla scomparsa del soggetto responsabile della custodia di

²¹ Le autorità competenti possono incrementare o diminuire questo valore sulla base di una serie di indicatori elencati, nello specifico, al comma 3 dell'art. 35.

determinate cripto-attività sia seguita anche la perdita irreversibile delle stesse.

La disciplina dell'offerta degli *asset-referenced token* ricalca per grandi linee quella prevista per le cripto-attività "generiche", sebbene alla stessa si aggiungano sia una procedura autorizzativa²² che una *disclosure* informativa decisamente più esigente²³. Il contenuto del *white paper* per l'offerta di *asset-referenced token* ricalca quanto previsto dall'art. 6 del Regolamento MiCA per le cripto-attività "generiche". Vi sono però delle informazioni aggiuntive che devono essere pubblicate dall'emittente di *asset-referenced token*, elencate in maniera dettagliata all'Allegato II²⁴. Fra queste meritano di essere menzionate le indicazioni che l'emittente deve fornire in merito alle riserve di *asset* sui quali si basa il valore degli *asset-referenced token* emessi, sulla loro custodia o sulla loro politica di investimento, nonché quelle relative ai diritti che i detentori di *asset-referenced token* potrebbero esercitare nei confronti degli *asset* detenuti dall'emittente.

Si vede così come agli emittenti di *asset-referenced token* si applichi una disciplina molto simile (se non identica) a quella prevista per gli intermediari tradizionali.

Norme più rigide rispetto a quelle previste dal Titolo II per l'emissione di cripto-attività generiche sembrano essere giustificate dalla particolare tipologia di cripto-attività costituita dagli *asset-referenced token*. Al riguardo sembra utile segnalare alcuni aspetti di particolare rilevanza. In primo luogo, per evitare commistioni con l'attività bancaria, ai sensi dell'art. 40 del Regolamento MiCA, gli emittenti non possono remunerare tramite il pagamento di un interesse i soggetti

²² La previsione della preventiva autorizzazione dell'offerta di *asset-referenced token* è stabilita all'art. 16 del Regolamento MiCA. L'autorizzazione è valida per tutto il territorio dell'Unione Europea e permetterà all'offerente sia di offrire al pubblico i propri *asset-referenced token*, sia di chiederne l'ammissione alla negoziazione in una apposita piattaforma.

²³ L'art. 18 definisce le informazioni da fornire per la richiesta di autorizzazione. Fra queste, particolare menzione merita, in primo luogo, il requisito di cui alla lett. e) dell'art. 16, comma 2, ovvero un parere legale circa il fatto che gli *asset-referenced token* offerti non si qualificano moneta elettronica o come una delle altre cripto-attività esenti ai sensi dell'art. 2, comma 4, del Regolamento MiCA.

²⁴ Infatti, il contenuto del *white paper* per gli offerenti questa categoria di token deve contenere non solo tutte le informazioni di cui all'Allegato I al Regolamento MiCA, ma anche quelle dell'Allegato II.

che detengono *asset-referenced token* per un determinato periodo di tempo. Con riferimento, poi, ai diritti conferiti dai *token*, si intravede l'importanza che il legislatore attribuisce all'evitare che una *stablecoin* perda improvvisamente valore (i.e. non ricalchi più il valore della moneta avente corso legale presa a riferimento) mettendo così a rischio la stabilità del mercato. Se, infatti, nel testo della proposta di Regolamento MiCA l'emittente poteva decidere se conferire o meno un diritto di rimborso o di credito ai *tokenholder*, il nuovo testo dell'art. 39 ora impone che l'emittente conferisca questo diritto. Per fare ciò, l'emittente è tenuto a definire e pubblicare una precisa *policy* che riguardi le modalità di esercizio di questo diritto di conversione. Chiaro scopo di questa disposizione, così come ulteriormente rafforzata nell'ultima versione, è garantire la stabilizzazione del valore degli *asset-referenced token* messi in circolazione per limitare i rischi di c.d. “*bank run*”. Sempre in linea con questo obiettivo, a tutela dei *tokenholder* (e più in generale della stabilità finanziaria), il Regolamento MiCA stabilisce altresì che l'eventuale richiesta di rimborso non può essere soggetta al pagamento di alcuna commissione.

Ulteriori previsioni assicurano l'esistenza degli asset in cambio dei quali viene emesso ogni *asset-referenced token*. Il Regolamento, infatti, assicura il mantenimento di apposite riserve, le quali devono essere di tante categorie quante sono le tipologie di *asset-referenced token* offerte al pubblico. Sul punto, l'offerente dovrà assicurarsi che la creazione o la soppressione di *asset-referenced token* sia sempre bilanciata dal dovuto incremento o decremento delle riserve. L'offerente dovrà anche aver adottato una corretta *policy* di stabilizzazione del valore degli *asset-referenced token* messi in circolazione, la quale dovrà altresì riguardare la custodia delle riserve nonché la loro separazione dal patrimonio dell'offerente.

Così come visto per l'offerta al pubblico di *utility token*, la custodia degli asset che costituiscono le riserve è affidata a due diversi soggetti. Ai prestatori di servizi di custodia di cripto-attività è riservata la custodia di asset nella forma di cripto-attività.

Agli istituti di credito è affidata la custodia delle altre tipologie di asset, mentre la custodia degli eventuali strumenti finanziari detenuti come riserve può essere affidato a imprese di investimento. La norma mira ad assicurarsi che i “custodi” siano scelti fra soggetti con comprovata esperienza nel settore, che il rapporto sia regolato da un contratto scritto e che questi agiscano in linea con gli obblighi di correttezza che lo stesso Regolamento MiCA prevede. I beni costituenti le riserve possono anche essere investiti in altre attività, ma esclusivamente nel rispetto di specifiche *policy* di investimento e nel rispetto degli altri requisiti di dettaglio precisati nell’art. 38 del Regolamento MiCA.

Infine, il Regolamento MiCA dedica gli artt. 43-45 a quelli che vengono definiti *asset-referenced token significativi*²⁵, imponendo obblighi aggiuntivi agli emittenti. Con queste norme si tende ad assicurare che la gestione dell’offerta di queste cripto-attività sia *qualitativamente superiore* rispetto alle altre, proprio in virtù degli effetti *sistemici* che potrebbero essere causati da una gestione non corretta.

Come visto, la normativa in materia di *asset-referenced token* è particolarmente “impegnativa”. Al riguardo viene proprio da chiedersi come possa una PMI²⁶ avere una struttura organizzativa idonea a farsi carico di obblighi e procedure. La risposta è che questi obblighi non sono pensati per essere rispettati dalle PMI ma dagli intermediari finanziari tradizionali come gli enti creditizi o da soggetti che abbiano la capacità di costituire una struttura che sia allo stesso livello di un ente creditizio. Le motivazioni di questa scelta legislativa sono evidenti e vanno ricercate nella volontà di riservare (direttamente o indirettamente) a questa tipologia di intermediari attività così delicate per la stabilità finanziaria come quelle previste

²⁵ Ai sensi dell’art. 43, l’EBA ha il compito di classificare un *asset-referenced token* come significativo sulla base di criteri che siano sintomatici dell’importanza del suo utilizzo (*inter alia* numero di utilizzatori superiore a 10 milioni di euro, valore delle cripto-attività o delle rispettive riserve superiore a 5 miliardi, significatività dell’attività transfrontaliera) nonché della sua *interconnessione* con il sistema finanziario o del fatto che l’emittente offra anche un solo servizio in cripto-attività.

²⁶ Per pronto riferimento si veda il Considerando 95 già riportato.

per l’emissione di *asset-referenced token*. A conferma di ciò basti menzionare l’art. 16 del MiCAR secondo cui gli enti creditizi che rispettano i requisiti previsti dall’art. 17 possono emettere *asset-referenced token* senza bisogno di preventiva autorizzazione.

6. Se si guarda al Titolo IV del Regolamento (artt. 48-59), ci si avvede di come la disciplina dell’offerta di *e-money token* è apparentemente meno stringente di quella degli offerenti *asset-referenced token*. Ciò sembra giustificabile principalmente in base alla diversa natura del sottostante delle cripto-attività oggetto di offerta nonché in relazione ai soggetti che possono svolgere questa attività. E infatti, rispetto agli *asset-referenced token*, il valore degli *electronic-money token* dipende esclusivamente dal valore di una moneta avente corso legale presa a riferimento.

Anche all’offerta di *e-money token* si applicano le esenzioni sull’ammontare dell’offerta e sui detentori applicabili alle offerte di *asset-referenced token*, esenzione che esime dalla procedura autorizzativa ma non dall’obbligo di pubblicazione del *white paper*. Inoltre, i detentori di *e-money token* possono sempre chiedere la restituzione di quanto versato in moneta avente corso legale in cambio della restituzione degli *e-money token* detenuti. Gli *e-money token* non possono essere emessi per un valore diverso da quello della moneta avente corso legale che rappresentano. Nonostante ciò, come previsto dall’art. 50, si applica anche in questo caso il divieto di prevedere interessi a favore dei detentori di questa tipologia di cripto-attività. L’EBA conserva il potere di classificare come significativi alcuni *e-money token* sulla base di una disciplina molto simile a quella prevista per gli *asset-referenced token*. Valgono, poi, per le offerte di *e-money token* sostanzialmente le stesse norme già descritte per gli *asset-referenced token* in materia di forma e contenuto del *white paper*²⁷, responsabilità per il suo contenuto (art. 52) e comunicazioni promozionali (art. 53).

²⁷ Si veda, in particolare, l’art. 51, che rimanda allo schema informativo delineato dall’Allegato III alla Regolamento MiCA.

Così come espressamente stabilito dall'art. 48 del MiCAR, gli *electronic-money token* sono da considerarsi a tutti gli effetti moneta elettronica, ai sensi della Direttiva 2009/110/EC, seppure ne costituiscano la versione *tokenizzata*. Proprio in virtù di questa *identità* con la moneta elettronica, le offerte al pubblico di *e-money token* sono consentite esclusivamente a istituti di credito e istituti di moneta elettronica, ai quali è comunque richiesta la pubblicazione di un *white paper*²⁸.

7. A completamento delle norme a favore del fenomeno qui definito *Instituzional DeFi*, non si possono non citare le norme del MiCAR che a favore degli enti creditizi prevedono una procedura semplificata per la prestazione di tutte le tipologie di servizi per le cripto-attività (art. 60, comma 1), i quali, prendendo anche qui spunto dalla disciplina classica dei servizi finanziari, includono: (i) prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti; (ii) gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività (cd. *exchange*); (iii) scambio di cripto-attività con fondi; (iv) scambio di cripto-attività con altre cripto-attività; (v) esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (vi) collocamento di cripto-attività; (vii) ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (viii) prestazione di consulenza sulle cripto-attività; (ix) prestazione di gestione di portafoglio sulle cripto-attività; (x) prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti.

Lo stesso è vero per i depositari centrali, ai sensi del successivo comma 2, ma solo con riferimento allo specifico servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività.

Nel novero degli intermediari finanziari istituzionali facilitati nell'entrata nel settore delle cripto-attività, in questo caso, non vi sono solo gli enti creditizi o gli

²⁸ L'art. 43, comma 1, specifica, comunque, che con il consenso scritto dell'emittente l'offerta al pubblico o l'ammissione alle negoziazioni di *e-money token* può essere effettuata a cura di soggetti diversi dall'emittente, purché vengano rispettati gli artt. 50 (Divieto di corrispondere interessi) e 53 (Comunicazioni promozionali).

istituti di moneta elettronica ma anche le imprese di investimento. Ai sensi del comma 3 dell’art. 60, infatti, le imprese di investimento godono di una procedura semplificata qualora siano già autorizzate a prestare servizi cd. equivalenti così come specificamente dettagliato dall’art. 60, comma 3, secondo paragrafo²⁹. Ciò significa che, una impresa di investimento autorizzata ad offrire il servizio di ricezione e trasmissioni di ordini, grazie al MiCAR potrà essere, effettuando una semplice comunicazioni, autorizzata anche ad offrire il servizio di ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti.

Quando detto vale anche per le società di gestione del risparmio che, sempre grazie alla medesima procedura semplificata possono svolgere le attività di gestione di portafogli per cripto-attività nonché per gli istituti di moneta elettronica e i gestori di mercati che possono svolgere, rispettivamente, il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività e quello di trasferimento di cripto-attività per conto

²⁹ L’art. 60, comma 3, secondo paragrafo, del MiCAR recita precisamente: «Ai fini del presente paragrafo:

- a) la prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti sono considerate equivalenti al servizio accessorio di cui alla sezione B, punto 1, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- b) la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione e alla gestione di un sistema organizzato di negoziazione di cui alla sezione A, punti 8 e 9, rispettivamente, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- c) lo scambio di cripto-attività con fondi e altre cripto-attività è considerato equivalente alla negoziazione per conto proprio di cui alla sezione A, punto 3, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- d) l’esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti è considerata equivalente all’esecuzione di ordini per conto dei clienti di cui alla sezione A, punto 2, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- e) il collocamento di cripto-attività è considerato equivalente all’assunzione a fermo o al collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile nonché al collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile di cui alla sezione A, punti 6 e 7, rispettivamente, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- f) la ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti è considerata equivalente alla ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari di cui alla sezione A, punto 1, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- g) la prestazione di consulenza sulle cripto-attività è considerata equivalente alla consulenza in materia di investimenti di cui alla sezione A, punto 5, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- h) la gestione di portafogli di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di portafogli di cui alla sezione A, punto 4, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE.»

dei clienti in relazione ai token di moneta elettronica emessi e, per i gestori, il servizio di gestione di piattaforme di negoziazione di cripto-attività.

8. Il Regolamento MiCA rappresenta un chiaro tentativo del legislatore europeo di abbattere le barriere che rendevano impossibile la nascita del fenomeno che abbiamo chiamato “*Institutional DeFi*”. Il quadro normativo sembra essere orientato a migliorare la protezione degli investitori e la trasparenza del mercato, incoraggiando così una maggiore partecipazione anche degli investitori istituzionali. Il MiCAR è un passaggio importante per colmare il divario tra l'industria delle cripto-attività e il mercato finanziario tradizionale. La partecipazione al mercato da parte degli investitori istituzionali, infatti, è vista di buon grado da tutti i partecipanti al mercato, in quanto utile a favorire la tanto desiderata *mass adoption*.

Particolarmente indicativo, in questo senso, è lo sforzo per trovare uno spazio specifico (se non addirittura esclusivo) per gli intermediari finanziari tradizionali, fra cui naturalmente gli istituti bancari e quelli di pagamento. Il regolamento MICA reca, infatti, una chiara disciplina di favore per gli intermediari tradizionali, per i vantaggi, in termini autorizzativi, di cui essi possono godere³⁰.

La valutazione che sta al fondo di MICAR è che il settore degli asset crittografici sia al momento troppo “libero”. Come precisato nel *Considerando 5*, infatti, «l'assenza di un quadro generale dell'Unione per i mercati delle cripto-attività può portare gli utenti a non avere fiducia in tali attività, il che potrebbe rappresentare un notevole ostacolo allo sviluppo di un mercato delle cripto-attività e condurre alla perdita di opportunità in termini di servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'Unione».

³⁰ Da questo punto di vista esso è quindi complementare alle possibili previsioni contenute sul Regolamento sull'Euro Digitale le quali, invece, sembrerebbero puntare a levare opportunità di business ai soggetti istituzionali con particolare riferimento agli istituti creditizi. In argomento si rimanda a FURNARI S. L., SCHETTINI D., *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di Regolamento. Tra innovazione tecnologia e adozione di massa*, dirittobancario.it. Approfondimenti, luglio 2023

Non si può, però, non osservare come il legislatore non tenga conto dei vantaggi di questa tecnologia. Ciò sebbene, proprio nei *Considerando*, lo stesso legislatore riconosca che l'uso della *blockchain* può abbassare i costi relativi all'offerta di servizi finanziari affermando, nel *Considerando 2*, che «grazie alla semplificazione dei processi di raccolta di capitali e al rafforzamento della concorrenza, le offerte di cripto-attività potrebbero rappresentare un approccio innovativo e inclusivo al finanziamento, anche per le piccole e medie imprese (PMI). Se utilizzate come mezzo di pagamento, le cripto-attività possono offrire opportunità in termini di pagamenti più economici, più veloci e più efficienti, in particolare su base transfrontaliera, in quanto limitano il numero di intermediari».

Se una regolamentazione così *forte e tradizionalista* è sicuramente giustificata dal bisogno di tutela degli investitori, l'auspicio è comunque che, una volta che si saranno consolidate *best practice* idonee a rendere il mercato, nel complesso, più sicuro, questa regolamentazione venga rivista per alleggerire il carico di adempimenti burocratici e fare sì che, effettivamente, anche le piccole e medie imprese possano accedere, in sicurezza, alle nuove tecnologie.

Raffaele Lener

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata

Salvatore Luciano Furnari

Dottorando di ricerca

nell'Università di Roma Tor Vergata

LA REGOLAMENTAZIONE DELLA FINANZA DECENTRALIZZATA TRA SFIDE ATTUALI E PROSPETTIVE FUTURE: UN “PRIMER” *

*(Regulating Decentralized Finance: Key Challenges and Future Outlook
— A Primer)*

ABSTRACT: *Decentralized finance (DeFi) is a novel financial system that employs innovative technological solutions to achieve fair, inclusive, and sustainable financial systems through alternative governance. DeFi offers various inventive financial products and services that are based on blockchain technology and are delivered through decentralised systems. The unique feature of DeFi is that it enables atomic composability, allowing decentralised applications and protocols to interact and integrate seamlessly to create customised solutions. However, due to the lack of data and the difficulty in finding them, the extent of the DeFi phenomenon and its associated risks cannot be comprehensively evaluated. This paper provides an initial overview of the innovative dynamics of DeFi, highlighting its potential benefits and, more importantly, the specific risks that European regulators must address. The paper also aims to anticipate and provide a roadmap for future updates to MiCAR.*

Decentralized finance (DeFi) is a novel financial system that employs innovative technological solutions to achieve fair, inclusive, and sustainable financial systems through alternative governance. DeFi offers various inventive financial products and services that are based on blockchain technology and are delivered through decentralised systems. The unique feature of DeFi is that it enables atomic composability, allowing decentralised applications and protocols to interact and integrate seamlessly to create customised solutions. However, due to the lack of data and the difficulty in finding them, the extent of the DeFi phenomenon and its

* Contributo approvato dai revisori.

associated risks cannot be comprehensively evaluated. This paper provides an initial overview of the innovative dynamics of DeFi, highlighting its potential benefits and, more importantly, the specific risks that European regulators must address. The paper also aims to anticipate and provide a roadmap for future updates to MiCAR.

SOMMARIO: 1. Decentralizzando la finanza: una brevissima introduzione. — 2. Un tentativo di “delimitazione perimetrale”. — 3. Segue: ... in chiave di finalità giuridica. — 4. La centralità della governance nella finanza decentralizzata. — 5. Gestione dei rischi operativi e tecnologici nelle reti finanziarie decentralizzate. — 6. Un sistema finanziario decentralizzato è possibile?

1. La finanza decentralizzata, comunemente conosciuta come DeFi, è caratterizzata da una gamma di “prodotti” e servizi finanziari innovativi che vengono offerti tramite sistemi decentralizzati basati su tecnologia blockchain¹. Questa peculiare caratteristica operativa consente alla DeFi di sfruttare la “componibilità atomica” ovvero la capacità delle applicazioni e dei protocolli decentralizzati di interagire e integrarsi senza soluzione di continuità potendo creare potenzialmente soluzioni *ad hoc*.² Nella DeFi, la componibilità fa sì che i “prodotti” finanziari decentralizzati possano essere assemblati per creare nuovi

¹ Al momento non vi è una definizione comunemente accettata per DeFi e quelle proposte ne tratteggiano spesso le caratteristiche secondo un approccio funzionale: V. K. SCHULER *et al.*, *On Defi and On-Chain CeFi: How (Not) to Regulate Decentralized Finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023: “La Finanza decentralizzata (DeFi) è un concetto che impiega Blockchain pubbliche e applicazioni di smart contract per creare un'infrastruttura finanziaria più aperta, robusta, trasparente e priva di depositi” (T.d.A.); EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Decentralised finance in the EU: developments and risks*, Publications Office, LU, 2023: p. 4; M. AQUILINA *et al.*, *Decentralised Finance (DeFi): A Functional Approach*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023; R. AUER *et al.*, *The Technology of Decentralized Finance (DeFi)*, in *BIS Working Papers*, fasc. No 1066, 2023, par. 2 e p. 11 rispettivamente: “La Finanza decentralizzata (DeFi) è un ecosistema finanziario competitivo, contendibile, composito e non custodiale, costruito sulla tecnologia che non richiede un'organizzazione centrale per operare e che non ha una rete di sicurezza” (T.d.A.) e “Un protocollo DeFi fornisce uno o più servizi finanziari agli agenti economici. I servizi finanziari sono implementati come funzioni di programma da uno o più smart contract” (T.d.A.); A. BORN *et al.*, *Decentralised finance – a new unregulated non-bank system?*, 18, 2022: “La finanza decentralizzata (DeFi) rappresenta un modo nuovo di fornire servizi finanziari che elimina i tradizionali intermediari centralizzati e si affida invece a protocolli automatizzati” (T.d.A.); D. A. ZETZSCHE *et al.*, *Decentralized Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, fasc. 6, 2, 2020, p. 172–203.

² Si v. R. AUER *et al.*, *The Technology of Decentralized Finance (DeFi)*, cit., p. 2.

servizi o prodotti. La DeFi, utilizzando la tecnologia blockchain o la DLT, appunto, nell'attuale contesto di sostanziale vuoto regolativo, non rientra tra le attività³ economiche oggetto di riserva, per l'assenza di intermediazione, e si sottrae anche al principio di neutralità tecnologica.

Le attività inquadrabili nella DeFi sono numerose e in continua evoluzione.⁴ Solo a titolo di esempio, possiamo annoverare fra queste le *Collateralized Debt Position* (CDP), gli *exchange* decentralizzati⁵ (e, tra questi, gli *Automatic Market Maker*), le operazioni di *flash loan*⁶, lo *yield farming* e il *liquidity mining*, lo staking, i derivati decentralizzati⁷, la prestazione di servizi assicurativi decentralizzati⁸, il trasferimento di fondi tramite stablecoin decentralizzate⁹, gli asset tokenizzati e i NFT, e, infine, i sistemi di governance decentralizzati.

L'interesse verso la DeFi è cresciuto esponenzialmente negli anni recenti. Questo fenomeno, sebbene ancora di dimensioni contenute a livello globale e nell'Unione Europea, solleva questioni rilevanti sia in termini di rischio per la tutela degli investitori sia per la stabilità finanziaria; rischi ritenuti, almeno ad ora, solo potenziali. Tuttavia, la scarsità dei dati e la difficoltà nel reperirli non consentono di valutare in modo oggettivo e compiuto l'ampiezza del fenomeno e i rischi associati¹⁰. Anche per questo motivo, La DeFi rappresenta una sfida significativa per

³ Ibidem, p. 2.

⁴ Per un tentativo di archetipizzazione si rinvia a M. BARTOLETTI *et al.*, *Towards a Theory of Decentralized Finance*, in M. BERNHARD *ET AL.* (a cura di), *Financial Cryptography and Data Security. FC 2021 International Workshops*, Springer Berlin Heidelberg, Berlin, Heidelberg, 2021 vol. 12676, , p. 227–232.

⁵ Tipo Uniswap e SushiSwap.

⁶ Come Aave e Compound.

⁷ Esempi sono Synthetix e dYdX.

⁸ Un esempio è Nexus Mutual.

⁹ Come DAI di MakerDAO.

¹⁰ Le stime del valore lordo totale dei prodotti e dei servizi DeFi sono piuttosto variabili. Una delle principali limitazioni del TVL è il doppio computo dovuto proprio alla componibilità della DeFi, a causa della quale un asset depositato in un protocollo può essere utilizzato come garanzia in un altro protocollo. La TVL è oscillante anche in funzione dei prezzi di mercato e non solo a causa degli "investitori" che depositano o ritirano i propri asset dai protocolli DeFi. Al momento, inoltre, non esistono fonti ufficiali. DeFi Llama (<https://defillama.com>) indica come totale del valore degli asset depositati in un solo "prodotto" DeFi – al momento in cui questo scritto è completato – per un valore

le autorità di regolazione. L'attuale quadro normativo europeo, e, in particolare, il Regolamento sui mercati delle cryptoattività (MiCAR) è incentrato principalmente sulla regolamentazione di intermediari e/o entità centrali che operano con le cryptoattività, categorie che la DeFi aspira a superare. Questo scritto mira ad offrire un primo quadro delle dinamiche innovative della finanza decentralizzata, esaminandone i vantaggi potenziali ma, soprattutto, i rischi specifici che i regolatori in generale e, in particolare, quelli europei devono affrontare in attesa di un futuro intervento legislativo, probabilmente coincidente con il già ventilato aggiornamento del MiCAR. Lo scritto, muovendo dalla definizione di DeFi, anche in funzione di un breve quadro riassuntivo ed evolutivo del fenomeno, tenta di delineare le opportunità e i rischi associati alla DeFi, sia per i consumatori finali sia, a livello aggregato, per il sistema finanziario globale. Ciò in funzione della necessità prospettica di una regolazione del fenomeno in chiave sistematica e non frammentaria come è invece attualmente. A questo fine, inevitabilmente, l'analisi non può non concentrarsi sugli aspetti distintivi dei protocolli di scambio decentralizzati e le sfide uniche che tali protocolli unitamente alle caratteristiche peculiari della DeFi presentano per la regolazione di un mercato dei capitali così integrato.

2. A oggi, non vi è una definizione comunemente accettata di “*decentralised finance*”¹¹. “DeFi” non è né un termine giuridico né tecnico¹² ma indica quei servizi finanziari che hanno per oggetto le cryptoattività e che hanno la

di circa \$ 49 mld. Sebbene questo valore rappresenti una quota piuttosto esigua rispetto a quella del sistema finanziario globale, il numero di dApps sta crescendo rapidamente, così come il valore lordo distribuito tra i vari servizi DeFi. Il numero di utenti stimati dei protocolli DeFi supera ora i 7,4 milioni, con un aumento del 35% in un anno, anche se rappresenta solo una minuscola frazione (circa il 3%) del totale degli indirizzi Ethereum. V. anche: *DeFi - Worldwide | Statista Market Forecast*, Statista, s.d. <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-assets/defi/worldwide> (consultato 07/12/23).

¹¹ Per un'ampia rassegna delle definizioni di DeFi individuate in dottrina e dalle organizzazioni internazionali (IOSCO e OECD) si v. E. ROSSI, *Defi Defi-Ned: An Analytical Framework for the Definition and Characterization of Defi*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023, p. 5.

¹² D. A. ZETZSCHE *et al.*, *Decentralized Finance*, cit., p. 173.

finalità di replicare alcune funzioni del sistema finanziario tradizionale centralizzato (CeFi o TradFi), almeno sotto un profilo formale, beneficiando delle opportunità offerte dalla tecnologia blockchain in termini di disintermediazione e decentralizzazione della governance. Infatti, la DeFi è emersa per essere una nuova forma di finanza che utilizza soluzioni di governance alternative grazie all'innovazione tecnologica con l'obiettivo di realizzare sistemi finanziari equi, inclusivi e sostenibili efficacemente definito come illusione della decentralizzazione.¹³ Grazie alla tecnologia blockchain, inoltre, la DeFi può contare sulle possibilità applicative degli *smart contract*, offrendo un modello alternativo rispetto a quello basato sull'intermediazione finanziaria nel quale la regolazione affida ad autorità di regolazione il controllo dell'accesso ai mercati, alle informazioni nonché delle forme di custodia degli strumenti finanziari. I "fautori" della DeFi ritengono un tale modello utile ad alleviare, se non addirittura a superare, le preoccupazioni dal lato della domanda, come la manipolazione del mercato e la mancanza di trasparenza¹⁴. Questa convinzione nasce dal fatto che le applicazioni DeFi consentono ad ogni utente di prestare, prendere in prestito e scambiare attività finanziarie *peer to peer* grazie alla tecnologia blockchain. La DeFi, infatti, si distingue dal *Fintech* per l'affidarsi esclusivamente a soluzioni d'uso di tipo *permissionless* della tecnologia basata su registri distribuiti.¹⁵ La blockchain di *Ethereum*, che è tra queste, introducendo gli *smart contract*, ha creato le condizioni per sviluppare applicazioni utili alla finanza decentralizzata¹⁶ dando ulteriore impulso a soluzioni che consentissero di trarre vantaggio dalle proprietà intrinseche delle Blockchain inerenti alla marcatura temporale, all'immutabilità e alla verificabilità, caratteristiche essenziali ai fini sia dell'attività di archiviazione sia dei

¹³ S. ARAMONTE *et al.*, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, in *BIS Quarterly Review*, 2021.

¹⁴ C. R. HARVEY *et al.*, *DeFi and the future of finance*, Wiley, Hoboken, New Jersey, 2021.

¹⁵ S. L. FURNARI, *La finanza decentralizzata: Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, Editrice Minerva Bancaria, Roma, 2023, p. XII e ss.

¹⁶ Si v. R. LEWIS, *Understanding Decentralized Finance How Defi Is Changing the Future of Money*, Kogan Page, Limited, London, 2023, p. 110 e ss.

regimi di circolazione¹⁷. L'uso degli *smart contract* e la natura decentralizzata del funzionamento e della governance delle Blockchain sono le due caratteristiche principali che distinguono la DeFi dai sistemi di finanza centralizzati. Tuttavia, CeFi e DeFi non sono così diversi come ci si potrebbe aspettare. Le caratteristiche distintive più evidenti sono inquadrabili in (i) chi controlla gli asset, (ii) quanto il sistema sia trasparente ed *accountable* e (iii) quali siano le forme di tutela della *privacy* per l'utente finale. In questo ambito, si devono individuare i tratti distintivi dei due sistemi, CeFi e DeFi.¹⁸

La CeFi nasce intorno all'idea di moneta *fiat* in cui l'autorità pubblica investita del potere monetario ha il compito di garantirne il valore e di sostenerlo a prescindere dall'esistenza di una garanzia o di un *asset* intrinseco di valore equivalente. L'obiettivo principale di un sistema finanziario centralizzato è quello di garantire una valuta stabile che possa funzionare da mezzo di scambio e corso legale per il regolamento delle transazioni misurate in termini monetari. La CeFi ha quindi contribuito alla progettazione e all'amministrazione di altri servizi finanziari che utilizzano valute *fiat*. Pertanto, nella CeFi è indispensabile l'esistenza di un'autorità centrale che si riserva il diritto di controllare una transazione e di emanare tutte le linee guida regolamentari. In un ecosistema di questo tipo, la fiduciarità è costruita sulla modalità attuativa dei procedimenti e sulla configurazione dei poteri e delle finalità istituzionali e costituzionali.

3. La DeFi costituisce un contesto senza precedenti in cui le soluzioni di intervento tradizionali potrebbero non essere né appropriate né implementabili. Nella CeFi la regolazione è focalizzata sulla struttura informativa relativa all'attività

¹⁷ Ethereum ha effettivamente creato un ponte tra le criptoattività e gli smart contract e favorito lo sviluppo di nuove applicazioni Blockchain oltre a quello delle criptovalute e del sistema dei pagamenti.

¹⁸ K. QIN *et al.*, *CeFi vs. DeFi -- Comparing Centralized to Decentralized Finance*, arXiv, 2021.

degli intermediari finanziari.¹⁹ La connessione tra struttura informativa e dinamica del mercato ha costituito da sempre il fondamento sul quale strutturare la progettazione di soluzioni regolative. Nel caso della DeFi, la questione è più complessa da valutare anche in considerazione degli obiettivi della regolazione, come l'integrità del mercato, la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria. La DeFi sfrutta le caratteristiche informative distintive, come lo pseudonimo e la trasparenza, per creare servizi finanziari che non necessitano di intermediari finanziari. Inoltre, la DeFi richiede che l'esecuzione dei contratti sia oggettiva, automatizzata, definitiva e non soggetta a provvedimenti di natura normativa e amministrativa. Gli *smart contract* sui quali è basata l'esecuzione richiedono pertanto informazioni rigorosamente verificabili pubblicamente e immediatamente accessibili al momento dell'esecuzione. Quindi, lo stravolgimento della struttura informativa nella DeFi richiede l'adozione di forme eterogenee di intervento implicando al contempo dei limiti all'applicabilità e all'efficacia degli attuali strumenti di regolazione. Ciò anche in considerazione dei "vincoli" tecnologici imposti dalla DeFi. E per l'effetto che possono produrre sullo sviluppo di questo mercato.

Si tratta delle stesse considerazioni con le quali il regolatore europeo si è dovuto confrontare ai fini dell'elaborazione di un quadro normativo che potesse essere coerente con le politiche di *favor* nei confronti della transizione digitale ma al tempo stesso creare un quadro coerente con le finalità richieste alla CeFi. La scelta sulla quale si è fondato il MiCAR è stata quella di creare una disciplina che facesse da *mirroring* per il settore finanziario tradizionale. L'idea di avere nell'UE un quadro regolativo *ad hoc* per le cryptoattività che potesse diventare lo standard normativo globale ha senz'altro influenzato l'indirizzo di *policy* considerando anche che la proposta è stata presentata nell'ottobre 2020, agli albori della DeFi. Tuttavia,

¹⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *The Financial Stability Risks of Decentralised Finance*, 2023, p. 6.

nel caso della DeFi questa non è la soluzione più adeguata. Infatti, la DeFi presenta anche sfide rilevanti per il regolatore, in quanto l'attuale quadro normativo dell'UE - compreso il MiCAR - ruota attorno alla regolamentazione di intermediari e/o autorità centrali – soggetti che la DeFi si propone di superare²⁰. Nel considerando 22 del MiCAR, non casualmente il legislatore chiarisce che “qualora i servizi per le cripto-attività siano prestati in modo completamente decentrato senza alcun intermediario, (...) non dovrebbero rientrare nell’ambito di applicazione del presente regolamento”²¹.

Se la decentralizzazione fosse effettivamente garantita dai protocolli DeFi, la linea distintiva tra le applicazioni DeFi e la CeFi sarebbe più facilmente individuabile. Ma la questione dell’applicabilità della normativa vigente non sarebbe comunque definita e risolta. Rimarrebbe comunque da chiarire se la normativa CeFi esistente possa essere applicata anche alle attività decentralizzate on-chain. E, inevitabilmente, porterebbe alla ricerca di “appigli giuridici” che consentano di inquadrare anche tali protocolli all’interno dell’assetto regolativo ideato e destinato ai mercati e agli operatori “centralizzati” secondo il principio “*same activity, same risk, same regulation*”. Anche se non sempre le attività sono completate on-chain e, talvolta, si assiste a una combinazione tra attività tradizionali e decentralizzate. Abbiamo così combinazioni che includono piattaforme quasi centralizzate, fondazioni che gestiscono Blockchain e soggetti che, di fatto, esercitano il controllo sulle DApp, sia perché possiedono una quota significativa di token in una *Decentralised Autonomous Organisation* (DAO) sia perché semplicemente si confondono con una determinata dApp. Ciascuno di questi soggetti può rappresentare per i regolatori un potenziale punto di appiglio nell'ecosistema DeFi. Questione diversa e decisamente più critica, invece, è quella di individuare una

²⁰ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Decentralised finance in the EU: developments and risks*, Publications Office, LU, 2023.

²¹ Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 (Testo rilevante ai fini del SEE).

regolazione adeguata e appropriata in funzione della specifica attività. Sulla base di un'attenta e dettagliata analisi delle funzioni svolte dalla DeFi, i regolatori dovrebbero valutare quali rientrano nel vigente quadro regolativo e quali, invece, richiedano un intervento *ad hoc* del legislatore volto a introdurre nuove previsioni normative, o nuovi poteri e funzioni per i regolatori, e a individuare nuove prassi operative tenendo anche nella corretta considerazione la responsabilità diffusa esistente nello spazio DeFi.

Sulla base di questi presupposti, vi è chi in dottrina propone di modulare la regolazione in funzione del flusso di informazioni ottenibili.²² Si tratta di una strategia a due pilastri. Il primo basato sull'assetto regolativo della CeFi, funzionale alla gestione di quelle informazioni che non sono ottenibili on-chain, e il secondo pilastro, invece, si avvale di tutte le altre più numerose informazioni disponibili on-chain e delle caratteristiche proprie degli smart contract per poterle gestire. Quest'ultimo aspetto suggerisce la rilevanza che nell'attuale contesto assuma l'analisi di natura tecnica in funzione di quella giuridica: non solo per la più adeguata interpretazione degli smart contract e dei protocolli associati all'accordo, ma anche per valutare l'effetto di soluzioni terze (come, ad esempio, bridge e oracoli). L'analisi "tecnologica" è critica anche per la raccolta di dati e informazioni verificabili su prodotti, servizi, attività e accordi della DeFi che, avvalendosi della tecnologia blockchain, può contare su soluzioni naturalmente sfuggenti alla regolazione partendo dalla capacità di rendere anonime e pseudonime le transazioni che avvengono on-chain o perché quelle disponibili off-chain (come per le piattaforme di trading di criptoattività), in genere, non sono controllabili o verificabili in altro modo. Questi aspetti rendono particolarmente ardua la sfida di riproporre per la DeFi lo schema regolativo adottato per la CeFi. Soluzioni guidate dal mercato, di natura autoregolativa, quindi, o "simulative" di schemi

²² M. AQUILINA *et al.*, *Decentralised Finance (DeFi): A Functional Approach*, cit., p. 19 e ss.

eteroregolativi possono costituire un punto di partenza ma potrebbero non essere risolutive rispetto alle specificità dell'ecosistema DeFi.

4. Qualunque sia il modello di regolazione adottato, infatti, occorre considerare la questione della decentralizzazione che è alla base del funzionamento di questo sistema di finanza. Anche nel MiCAR, come emerge nel ventiduesimo considerando, questo aspetto è discriminante ai fini dell'applicazione dello schema regolativo²³. Se in quel contesto può avere un senso, non essendo necessariamente tutte le attività previste nel MiCAR prestate in via decentralizzata, non altrettanto si può affermare per un ecosistema che può essere soltanto decentralizzato. Occorre, dunque, concentrarsi sulla governance di tali sistemi. E valutare se non possano esistere soluzioni praticabili in funzione della rimozione degli ostacoli alla piena decentralizzazione. Le soluzioni prospettate sono varie ma si accomunano nella tipologia di risposta in chiave centralizzata. Così è per la figura della persona responsabile, emulatrice di quella cristallizzata nella regolazione del mercato dei capitali, ovvero di persone fisiche o giuridiche, e, più in generale, enti che abbiano un controllo o un'influenza significativa sulle offerte di prodotti e la prestazione di servizi o attività finanziarie²⁴. Altrettanto, per l'ipotesi di allineare l'approccio

²³ Che recita: “Il presente regolamento dovrebbe applicarsi alle persone fisiche e giuridiche e ad alcune altre imprese nonché alle attività in cripto-attività e ai servizi per le cripto-attività da esse effettuati, prestati o controllati, direttamente o indirettamente, ivi compresi i casi in cui parti di tali attività o servizi siano effettuati in modo decentrato. Qualora i servizi per le cripto-attività siano prestati in modo completamente decentrato senza alcun intermediario, essi non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento. Il presente regolamento disciplina i diritti e gli obblighi degli emittenti di cripto-attività, degli offerenti e delle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività nonché dei prestatori di servizi per le cripto-attività. Qualora le cripto-attività non abbiano un emittente identificabile, esse non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione dei titoli II, III o IV del presente regolamento. I prestatori di servizi per le cripto-attività che prestano servizi in relazione a tali cripto-attività dovrebbero tuttavia rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento.”

²⁴ Esempi di persone responsabili possono variare da individui o piccoli gruppi di persone a entità di dimensione rilevante, agiuridiche, come (sono nella quasi totalità delle giurisdizioni) le DAO (*Decentralized Autonomous Organizations*), o, giuridiche, le fondazioni. I ruoli ricopribili dalle persone responsabili possono variare: da quello di sviluppatore, a emittenti di token, amministratori di smart contract, fino a coloro che hanno diritti di governance o di voto.

normativo agli standard esistenti, valutando previamente se gli assetti regolativi esistenti siano adeguati alla DeFi o se, invece, non siano necessari nuovi schemi regolativi e assetti privatistici. Tuttavia, in ogni caso, l'efficacia della regolazione rimane nella capacità e, direi, nella possibilità che le autorità siano in grado di garantirne un'applicazione rigorosa sia alle persone responsabili sia ai fornitori di prodotti e prestatori di servizi DeFi. L'efficacia dell'azione regolativa e di quella di vigilanza dipende largamente dall'eticità dei comportamenti delle persone responsabili che sono chiamate a riconoscere e gestire i potenziali conflitti di interesse derivanti dal proprio ruolo e allo stesso tempo a mettere il regolatore nelle condizioni di svolgere la propria funzione nel modo più efficace possibile intervenendo attivamente solo nel caso in cui si verificano conflitti così gravi da non poter essere gestiti attraverso strumenti ordinari di *command and control* né di *fit and proper* ma solo con misure più incisive intervenenti sull'esercizio delle attività. Il rischio che permane tuttavia è legato all'impossibilità di imporre a un sistema strutturato sulla DLT o sulla Blockchain di conformarsi agli schemi regolativi senza la collaborazione di chi promuove queste soluzioni finanziarie. Rischi che vanno ben oltre quelli palesatisi storicamente almeno nelle giurisdizioni che hanno inizialmente preferito approcci autoregolativi a schemi eteroregolativi. Evidentemente, non tanto per la minore trasparenza dell'attività, assicurata, rispetto alle soluzioni autoregolate del passato, dalla modalità di funzionamento dell'infrastruttura decentralizzata, ma piuttosto per il ruolo cruciale che viene ad avere nel nuovo contesto la cooperazione che i prestatori di servizi e gli offerenti i prodotti dovrebbero garantire grazie alle Persone Responsabili.²⁵

5. I regolatori, infatti, dovrebbero contare sulle Persone Responsabili della DeFi per identificare e affrontare quelli che sono i rischi sostanziali, ovvero

²⁵ Cfr. IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)*, 2023.

quei rischi individuabili soprattutto come operativi e tecnologici. La DLT, gli smart contract, le strutture di governance, gli oracoli e i bridge costituiscono un *unicum* rispetto al passato potendo, inoltre, prendere origine da qualsiasi livello dello *stack* tecnologico della DeFi ed essendo relativi all'interconnessione operativa, alle vulnerabilità del codice di programmazione degli smart contract e alla concentrazione dei fornitori di servizi critici. Il regolatore dovrebbe concentrare la propria azione su quegli aspetti che non sono gestibili attraverso le potenzialità che le nuove tecnologie consentono; ovvero, in tutti quei casi in cui la tecnologia non riesce a garantire la necessaria trasparenza o può essere oggetto di alterazioni, come, ad esempio, per gli smart contract. La gestione proattiva dei rischi operativi e tecnologici diventa un obiettivo cruciale ai fini della regolazione nella DeFi. E necessita dello sviluppo di un quadro regolativo altro rispetto a quello esistente pena il rischio che il principio “stessa attività, stesso rischio, stessa regolamentazione” si svuoti rispetto alla finalità di supervisione e intervento e si avvantaggi dell'estraneità rispetto a quelli che sono i comportamenti illeciti tipici nei mercati finanziari, come per frodi, appropriazione indebita, abusi di mercato, e insider trading²⁶. Inoltre, si rafforza la necessità di cooperazione e condivisione di informazioni tra le autorità di regolazione, sia a livello orizzontale che verticale. La dispersione che ne deriva è certamente un fattore limitante per il regolatore che si trova ad agire potenzialmente in contesti normativi estranei a quelli unitari e esorbitanti la singola giurisdizione. Questo aspetto non è paragonabile a quello che si ha nel mercato tradizionale che, ad esempio, nell'UE viene gestito sulla base del principio del mutuo riconoscimento e dell'*home country control*. In particolare, quando le informazioni riguardano il funzionamento tecnico del protocollo DeFi. In

²⁶ Come segnalano A. TURILLAZZI *et al.*, *Decentralised Finance (DeFi): a critical review of related risks and regulation*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023, la categoria dei rischi di natura giuridica comprende i fallimenti legislativi derivanti dalle lacune di tipo legale nella logica della DeFi. Le transazioni della DeFi possono essere difficili da regolare attraverso le regole giuridiche adottate per la CeFi, facilitando così il rischio di cattiva condotta finanziaria essendo le transazioni resistenti alle interferenze e i beni all'espropriazione.

questo caso, la presenza di strutture di governance distribuite e la dispersione geografica degli attori coinvolti difficilmente possono essere gestite tramite accordi di cooperazione (come protocolli d'intesa) o di vigilanza (MoU) anche quando si considerino nuove tipologie di accordo bilaterale o multilaterale. Ciò anche per lo scontrarsi con quelle vischiosità che sono tipiche dei mercati tradizionali. Infine, si tratta di considerare le interconnessioni tra DeFi, mercato delle cryptoattività e mercati finanziari tradizionali. Per comprendere quanto sia rilevante l'interconnessione tra i diversi mercati, basti considerare il ruolo che rivestono gli *exchange* centralizzati di cryptoattività e le stablecoin come *gateway* della DeFi. Una loro interruzione comporta degli effetti rilevanti sulla DeFi. La comprensione del modo in cui gli eventi che avvengono in ciascun mercato (CeFi, DeFi, e mercato delle cryptoattività) hanno su ciascuno degli altri mercati è utile anche per l'individuazione dei punti contatto e con essi, di conseguenza, degli aspetti potenzialmente controversi che necessitano di un'analisi e della ricerca di una soluzione. La ricerca e l'analisi dei punti di contatto richiede anche in questo caso un aggiornamento continuo e un atteggiamento proattivo da parte dei regolatori così da garantire un approccio adattabile alla rapida evoluzione della DeFi e all'intersezione sempre più significativa con la CeFi.

6. L'analisi e le considerazioni sin qui prodotte unitamente a un primo esame della dottrina, compito facilitato dalla scarsa visibilità finora riservata al fenomeno, fanno emergere la necessità di una rinnovata e convinta attenzione verso quelli sono i possibili risvolti che può comportare la DeFi, non solo per il sistema finanziario. La DeFi è un "ingranaggio" di un sistema molto più complesso di quello che può apparire. Insieme alle DAO, la DeFi crea le condizioni per una economia dei token o, se vogliamo usare un'accezione funzionale, per un'economia tokenizzata, creandone il canale di finanziamento e allo stesso tempo gettando le

condizioni per consentirne l'emancipazione dal sistema finanziario tradizionale. L'idea è quella di creare un sistema finanziario che operando in modo equo e trasparente protegga gli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti. Tuttavia, come accade anche per altre applicazioni della tecnologia blockchain, il rischio è che si produca un effetto distorsivo nel perseguire quelli obiettivi di trasparenza, equità e stabilità condivisi con le ragioni della regolazione "tradizionale" della finanza. Probabilmente, la DeFi risente in negativo dell'incapacità o della mancata volontà di sciogliere quei nodi di incertezza che stanno alla base delle applicazioni della tecnologia blockchain. Negli schemi regolativi sinora proposti o attuati, come per ultimo nell'UE il MiCAR, si intravede quella che rischia di diventare l'irrisolta questione; ovvero, non voler prendere atto che la tecnologia blockchain non è soltanto un'infrastruttura ma anche una soluzione istituzionale alternativa a quella che nell'attuale contesto giuridico propongono i sistemi di *policy*. Questo ritardo di consapevolezza da parte del legislatore prima ancora del regolatore pone delle criticità che non dovrebbero essere liquidate con leggerezza. Non solo per le dimensioni che il fenomeno sta assumendo ma per quelle che sono le forti connessioni che si stanno creando tra finanza centralizzata e decentralizzata. Queste connessioni possono costituire un ambito di particolare criticità e contribuire a favorire il progressivo deterioramento delle condizioni di offerta presenti nel sistema finanziario quando, invece, l'obiettivo originario era esattamente l'opposto.²⁷

Filippo Zatti

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Firenze*

²⁷ BRUEGEL, *Decentralised finance: good technology, bad finance*, Bruegel | The Brussels-based economic think tank, 2023 <https://www.bruegel.org/policy-brief/decentralised-finance-good-technology-bad-finance>.

**LA TRANSIZIONE A MICA TRA FRAMEWORK ARMONIZZATO,
MISURE TRANSITORIE E CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA. IL CASO
DEI PRESTATORI DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITÀ DI
DIRITTO NAZIONALE ***

*(The transition to MICA between harmonized framework, transitional
measures and grand-fathering clause.*

The case of crypto-asset service national law providers)

ABSTRACT: *Il contributo si propone di evidenziare alcune problematiche del MICA che potrebbero ostacolare l'applicazione efficace e convergente del nuovo quadro armonizzato a livello europeo. Il processo di transizione al MICA diventa quindi disomogeneo e differenziato a causa di misure transitorie, dedicate agli enti normativi nazionali (già operanti nel mercato domestico), lasciate alla discrezionalità degli Stati membri, in assenza di criteri decisionali univoci. Tali misure includono, in particolare, la previsione di una clausola di grand-fathering che consentirà ai fornitori di diritto nazionale di continuare a fornire servizi per crypto-asset sulla base della regolamentazione nazionale per 18 mesi dopo la data di applicazione del MICA (vale a dire, da dal 30 dicembre 2024 al 1° luglio 2026). Tuttavia, il variegato spettro di opzioni previste dalle misure transitorie, già oggetto dell'attenzione dell'ESMA, rischia, da un lato, di introdurre una coesistenza forzata tra i regimi nazionali e il regime europeo MICA e, dall'altro, di favorire forme di condizioni di parità tra i fornitori di servizi. Alcuni fornitori, soggetti a discipline diverse, potrebbero quindi*

* Contributo approvato dai revisori.

Il presente contributo sviluppa, amplia ed aggiorna le considerazioni svolte in occasione del Convegno Internazionale dal titolo “*Markets in Crypto-Assets Regulation*”, organizzato dal Financial Supervisors Academy (FSA) Forum – MFSA (Malta Financial Service Authority) e tenutosi a Malta, il 16 novembre 2023.

Il presente scritto rientra tra le attività dell'unità di ricerca UNIBA nell'ambito del PRIN 2022 PNRR: *Promises and Perils of NFT, DLT and AI in managing IPRs*

beneficiare di trattamenti normativi favorevoli che permetterebbero loro di consolidare la propria posizione sul mercato a scapito di altri fornitori. L'intervento dell'ESMA non sarà decisivo, in assenza di specifici poteri al riguardo, ma la definizione di best practices o linee guida da osservare nei casi sopra indicati potrebbe favorire una maggiore convergenza delle autorità nazionali nel processo di transizione al MICA.

The paper aims to highlight some issues of MICA that could hinder the effective and convergent application of the new harmonized framework at the European level. The transition process to MICA thus becomes uneven and is varied due to transitional measures, dedicated to national law providers (already operating in the domestic market), which are left to the discretion of member States, in the absence of unambiguous decision criteria. These measures include, in particular, the provision of a grand-fathering clause that will allow national law providers to continue to provide services for crypto-assets on the basis of national regulation for 18 months after the date of application of MICA (i.e., from 30 December 2024 to 1° July 2026). However, the varied spectrum of options under the transitional measures, which has already been the subject of ESMA's attention, risks, on the one hand, introducing forced coexistence between national regimes and the European MICA regime and, on the other hand, encouraging forms of a unlevel playing field among service providers. Some providers, subject to different disciplines, could thus benefit from favorable regulatory treatments that would enable them to consolidate their position in the market at the expense of other providers. ESMA's intervention will not be decisive, in the absence of specific powers in this regard, but the definition of best practices or guidelines to be observed in the above cases could encourage greater convergence of national authorities in the transition process to MICA.

SOMMARIO: 1. L'adozione del regolamento MICA e l'attivazione del processo di transizione

operativa: profili introduttivi – 2. I prestatori di diritto nazionale tra misure transitorie e clausola di salvaguardia: profili problematici – 3. Prestatori di diritto nazionale vs. altri prestatori di servizi per le cripto-attività: squilibri temporali e corsie preferenziali di accesso al mercato – 4. L'opzione della procedura semplificata di autorizzazione – 5. Le misure transitorie sotto la lente dell'ESMA – 6. Convivenze forzate e *framework* frammentati: verso un *unlevel playing field*? Qualche considerazione finale.

1. In data 9 giugno 2023 il regolamento europeo relativo ai mercati delle cripto-attività (reg. UE 2023/1114 o, più semplicemente, MICA)¹ è giunto ad un punto di arrivo con la sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

Il testo definitivamente approvato costituisce il risultato di un faticoso e prolungato processo normativo², che ha registrato diverse fasi nel dibattito su un tema articolato e in via di sviluppo sul mercato, ma soprattutto del tutto innovativo nel panorama finanziario tradizionale. Si inserisce difatti nel più ampio processo di definizione normativa in materia di innovazione finanziaria e, più precisamente, di finanza digitale³, nel quale tenta di offrire una prima risposta organica su un tema

¹ REGOLAMENTO (UE) 2023/1114 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

Tra i primi commenti all'indomani della pubblicazione di MICA, si segnalano, *inter alia*: F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, EBI Working Paper Series, no. 158, 2023, <https://ssrn.com/abstract=4660379>; S. CAPACCIOLI - M.T. GIORDANO (a cura di), *Crypto-assets: MiCA Regulation and DLT Pilot Regime. Analisi ragionata su token, stablecoin, CASP*, Milano, 2023; MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in ECFR, 2023, 265; T. VAN DER LINDEN - T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, in *Financial Innovation*, 2023, 22; R. LENER, *Crypto-assets and crypto-currencies in the light of the latest EU guidelines*, in *Giur. Comm.*, 2023, 376; D.A. ZETZSCHE - R. BUCKLEY - D. ARNER - M. VAN EK, *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), Paper No. 23-27, 2023, <https://ssrn.com/abstract=4487516>.

² Il processo di definizione di un quadro normativo in materia di cripto-attività è partito il 24 settembre 2020 con la proposta di regolamento COM(2020) 593, modificata dapprima dal Consiglio d'Europa in data 5 ottobre 2021 e poi dal Parlamento europeo con l'ultimo testo offerto in data 20 aprile 2023.

³ Tant'è vero che la proposta di regolamento è stata presentata contestualmente alla Strategia UE per la finanza digitale, su cui v. L. AMMANNATI – A. CANEPA, *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023.

complesso e dai risvolti tecnologici in continua evoluzione.

Non secondario poi appare l'obiettivo di superare le frammentazioni del mercato, affidato a singole iniziative adottate, in ordine sparso, da taluni Stati membri, talora nel contesto di normative in materia di antiriciclaggio, ma pur sempre con approcci parziali e inadeguati. In particolare, il carattere diversificato di dette iniziative ha contribuito ad "avallare" il ricorso ad arbitraggi normativi, con una serie di ricadute concorrenziali su un mercato ritenuto dallo stesso legislatore come promettente e tale da attirare una vasta congerie di *players* di diversa natura e provenienza (finanziaria e non).

Pertanto, l'esigenza di intervenire a livello europeo con un *framework* armonizzato è divenuta di tutta evidenza anche alla luce delle finalità che hanno guidato il legislatore nella stesura del regolamento europeo⁴: protezione dei consumatori, integrità dei mercati e stabilità finanziaria. Finalità che si traducono nel rispetto del *level playing field* per i soggetti coinvolti nel processo di distribuzione delle cripto-attività sul mercato, nel riconoscimento di un passaporto europeo per la prestazione *cross border* di servizi sulla base di regole uniformi, nel buon funzionamento del mercato unico delle cripto-attività.

Su questo versante MICA, nonostante taluni "limiti" intrinseci nell'approccio

⁴ Cfr. *considerando* 6: "Si rende pertanto necessario un quadro specifico e armonizzato per i mercati delle cripto-attività a livello dell'Unione, allo scopo di definire norme specifiche per le cripto-attività e i servizi e le attività correlati non ancora coperti da atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari. Un simile quadro dovrebbe sostenere l'innovazione e la concorrenza leale, garantendo nel contempo un elevato livello di tutela dei detentori al dettaglio e l'integrità dei mercati delle cripto-attività. Un quadro chiaro dovrebbe consentire ai prestatori di servizi per le cripto-attività di espandere la loro attività su base transfrontaliera e facilitarne l'accesso ai servizi bancari, in modo da consentire loro di svolgere le loro attività in modo agevole. Un quadro dell'Unione per i mercati delle cripto-attività dovrebbe prevedere un trattamento proporzionato degli emittenti di cripto-attività e dei prestatori di servizi per le cripto-attività, dando così luogo a pari opportunità per quanto riguarda l'ingresso nel mercato e lo sviluppo attuale e futuro dei mercati delle cripto-attività. Esso dovrebbe inoltre promuovere la stabilità finanziaria e il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e far fronte ai rischi di politica monetaria che potrebbero scaturire dalle cripto-attività che mirano a stabilizzare il loro prezzo in relazione a un'attività specifica o a un paniere di attività. Una regolamentazione adeguata mantiene la competitività degli Stati membri sui mercati finanziari e tecnologici internazionali e offre ai clienti vantaggi significativi in termini di accesso a una gestione patrimoniale e a servizi finanziari più economici, più veloci e più sicuri".

scelto dal legislatore⁵, segna comunque un primato nel rappresentare il primo esercizio regolamentare in tema di cripto-attività a livello europeo, ma soprattutto internazionale. Pur ponendosi quale esempio normativo per approcci extra-europei, MICA e, in particolare, lo stesso legislatore europeo, devono però tener conto del carattere globale ed intrinsecamente transfrontaliero dei mercati delle cripto-attività⁶, suscettibili pertanto di ulteriore considerazione alla luce delle iniziative adottate in ambito internazionale.

Tuttavia, una volta concluso il percorso definizione del testo normativo, si apre un altro capitolo, probabilmente quello più importante, relativo alla gestione del processo di transizione verso un'effettiva e convergente applicazione del nuovo *framework* europeo⁷.

In tal senso MICA, oltre ad essere il punto di arrivo, diviene allo stesso tempo il punto di partenza per il passaggio dal regime *ante* MICA a quello *post* MICA. A tal fine la data di pubblicazione in GUUE (i.e. 9 giugno 2023) funge da *dies a quo* per l'entrata in vigore del regolamento (i.e. 29 giugno 2023), cui segue la relativa applicazione, ripartita *ratione materiae* in due tappe fondamentali:

- a) 30 giugno 2024 per i Titoli III e IV (ART e EMT);
- b) 30 dicembre 2024 per i restanti Titoli.

In vista dei due cennati appuntamenti è stato attivato – a stretto giro - il processo teso a favorire l'avvio a pieno regime di MICA, che al momento si presenta

⁵ Il riferimento ai limiti intrinseci allude all'impronta, talora significativamente mifidizzata, che tende a "scolorire" il carattere innovativo del testo adottato. Sul punto sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023.

⁶ In tal senso il *considerando* 8: "L'Unione dovrebbe pertanto continuare a sostenere gli sforzi internazionali volti a promuovere la convergenza nel trattamento delle cripto-attività e dei servizi per le cripto-attività attraverso organizzazioni o organismi internazionali quali il Consiglio per la stabilità finanziaria, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il gruppo di azione finanziaria internazionale".

⁷ *ESMA clarifies timeline for MiCA and encourages market participants and NCAs to start preparing for the transition*, ESMA74-449133380-441 – 17 October 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA74-449133380-441_Statement_on_MiCA_Supervisory_Convergence.pdf

però come una strada in salita, non priva di ostacoli che incombono sul processo di transizione alla nuova normativa.

Ad appesantire il percorso si pongono diversi “fardelli” normativi, rivenienti proprio da MICA, quali – in primo luogo – la mole di interventi delle Autorità europee a livello secondario, nell’adempimento dei numerosi mandati ricevuti per dare attuazione alle disposizioni regolamentari.

Va riconosciuto alle Autorità il merito di essere prontamente intervenute in un fitto reticolo temporale, mettendo a punto una *roadmap* per i diversi interventi, tesi a traghettare il sistema verso il nuovo ordine normativo. Nel rispetto delle scadenze prefissate, la tempistica è stata così cadenzata in tre principali *steps* per la consultazione di una serie di bozze con il mercato⁸.

Spetterà poi ai prestatori di servizi navigare nel *mare magnum* dei documenti e soprattutto degli adempimenti necessari per accedere al mercato europeo.

Fervono pertanto i preparativi in una corsa contro il tempo che, se per alcuni *players* è accelerata, per altri si presenta decelerata o quanto meno ritardata.

Difatti, ad allungare ombre sulla partenza di MICA si inseriscono le misure transitorie previste solo per taluni *players* già operativi sui mercati nazionali, i quali potrebbero usufruire delle opportunità fornite da clausole (esplicite ed implicite) di salvaguardia che potrebbero minare – nei termini in cui si chiarirà – la convergenza verso l’applicazione di un sistema armonizzato.

Ne emerge quindi un quadro complessivo che in realtà si presenta come un labirinto operativo e temporale, non scevro dalla creazione di più aree grigie nel processo di transizione a MICA.

2. Nel contesto brevemente descritto le cennate misure transitorie sollevano

⁸ Il primo intervento risale a luglio, seguito dal secondo ad ottobre, sino a terminare con quello previsto nel primo trimestre 2024.

profili problematici che, nella prima fase di applicazione di MICA, potrebbero incidere e frustrare le finalità legislative di partenza.

Preliminarmente, vale la pena ricordare che l'adozione di una legislazione europea, sia essa del tutto innovativa o recante solo modifica di una esistente, incide su situazioni pregresse e magari diffuse a livello nazionale, le quali necessitano di tempo per conformarsi al nuovo quadro normativo.

A tal fine ogni legislazione europea di nuova adozione si chiude con una o più disposizioni finali, tese ad introdurre un regime transitorio per soggetti già operativi sul mercato, in quanto abilitati da precedenti *framework* normativi adottati a livello nazionale.

In via generale, la finalità sottesa alle misure transitorie è quella di consentire a detti soggetti di usufruire di un tempo necessario – magari tramite una proroga dell'attività già esercitata e limitata nel tempo – sia per adeguarsi alle nuove disposizioni europee, sia per non lasciar sprovvisti di tutela i clienti con i quali intercorrono rapporti professionali.

Pertanto le misure transitorie sono dirette a “transitare” i soggetti coinvolti (i.e. i prestatori di servizi e, a cascata, i clienti) dal vecchio al nuovo regime normativo di stampo europeo.

Tale *modus operandi* assume però in MICA una connotazione ulteriore rispetto all'indicata esigenza di includere detti soggetti nel processo di transizione alla nuova normativa.

Difatti le misure transitorie – per la parte che riguarda i prestatori di servizi per le crypto-attività e, in particolare, i prestatori di diritto nazionale – sono foriere di altrettante conseguenze, talora pregiudizievoli, con ricadute sul mercato unico delle crypto-attività.

Detti effetti sono poi suscettibili di amplificazione alla luce dei molteplici scenari prospettabili sui singoli mercati nazionali, in virtù delle diverse opzioni

enucleabili dall'art. 143, parr. 3 e 6, nonché delle relative *deadlines* che si interpongono nella *roadmap* che dovrebbe favorire la transizione a MICA e che utilizzano la data di applicazione di MICA (i.e. 30 dicembre 2024), quale parametro di riferimento per attivare una serie di opzioni che ciascuno Stato membro potrà vagliare, avendo riguardo al mercato di propria competenza.

Parimenti, il medesimo *dies a quo* rileva ora per cristallizzare il periodo transitorio concesso ai prestatori di diritto nazionale, ora per attivare l'informativa europea – verso la Commissione e l'ESMA - sulle decisioni assunte da ciascuno Stato membro in proposito.

Eppure, a prescindere dalle diverse “finestre operative”, che gli Stati membri potranno aprire sulla base delle disposizioni transitorie, il periodo, che va dal 30 dicembre 2024 al 1° luglio 2026, introduce una clausola di salvaguardia per i prestatori di diritto nazionale, i quali potrebbero beneficiare di un *surplus* temporale di 18 mesi per continuare a prestare i servizi per le crypto-attività sulla base della legislazione nazionale (i.e. dello Stato membro in cui sono stati autorizzati).

Siffatto periodo però coincide con l'avvio ufficiale di MICA e del *framework* armonizzato, creando così una situazione di difficile convivenza tra regime nazionale e regime europeo⁹, che può alterare la competizione tra tutte le categorie di prestatori di servizi per le crypto-attività.

Alla luce di tanto lo spettro delle opzioni prospettabili annovera principalmente la decisione discrezionale degli Stati membri di:

- 1) Concedere – interamente o in misura ridotta - il periodo transitorio, che spazia dal 30 dicembre 2024 sino al 1° luglio 2026, con contestuale proroga dell'attività¹⁰, come disciplinata dalla normativa nazionale.

⁹ Su cui v. più diffusamente *infra*.

¹⁰ “I prestatori di servizi per le crypto-attività che hanno prestato i loro servizi in conformità del diritto applicabile prima del 30 dicembre 2024 possono continuare a farlo fino al 1° luglio 2026 o fino al rilascio o al rifiuto di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 63, se questa data è anteriore” (art. 143, par. 3, co. 1).

La proroga però non esime i prestatori dall'obbligo di regolarizzazione con conseguente presentazione della domanda di autorizzazione, la cui valutazione può avere diverso esito e conseguenze differenti:

- A) La concessione dell'autorizzazione ai sensi dell'art. 63, anche prima della scadenza del 1° luglio o comunque prima della fine del periodo transitorio, segna il passaggio dall'applicazione del regime nazionale a quello europeo;
 - B) Parimenti, il rifiuto dell'autorizzazione *ex art. 63* pone fine al periodo transitorio, ma anche all'attività del prestatore sul mercato, sia esso nazionale o europeo.
- 2) Non applicare il periodo transitorio;
 - 3) Di ridurre la durata da 18 a 12 mesi¹¹.

In tutti i casi indicati la scelta del singolo Stato membro dovrebbe essere preceduta da una valutazione comparativa tra regimi nazionali ed europei, in particolare avendo riguardo alla previsione di requisiti prudenziali equiparabili¹². Tant'è vero che un rigore minore della normativa nazionale rispetto a quella europea, potrebbe giustificare la decisione estrema di non applicare il regime transitorio.

Identica valutazione preliminare andrebbe condotta anche con riferimento ai requisiti

¹¹ Come suggerito dall'ESMA, intervenuta al riguardo in data 17 ottobre 2023, su cui *v. infra*.

¹² “Gli Stati membri possono decidere di non applicare il regime transitorio di cui al primo comma per i prestatori di servizi per le cripto-attività, o decidere di ridurre la durata, qualora considerino che il proprio quadro normativo nazionale applicabile prima del 30 dicembre 2024 sia meno rigoroso” (art. 143, par. 3, co. 2).

E' invece dal *considerando* 114 che si evince il riferimento a requisiti prudenziali rigorosi: “Poiché i quadri normativi nazionali applicabili ai prestatori di servizi per le cripto-attività prima dell'entrata in applicazione del presente regolamento differiscono da uno Stato membro all'altro, è essenziale che gli Stati membri che attualmente non dispongono di requisiti prudenziali rigorosi per i prestatori di servizi per le cripto-attività che operano attualmente nell'ambito dei loro quadri normativi abbiano la possibilità di esigere che tali prestatori di servizi per le cripto-attività siano soggetti a requisiti più rigorosi rispetto a quelli previsti dai quadri normativi nazionali. In tali casi, gli Stati membri dovrebbero essere autorizzati a non applicare o a ridurre il periodo transitorio di 18 mesi che consentirebbe altrimenti ai prestatori di servizi per le cripto-attività di prestare servizi basati sul loro quadro normativo nazionale esistente. Tale opzione per gli Stati membri non dovrebbe costituire un precedente per altri atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari”.

organizzativi e alla struttura di *governance* dei prestatori di diritto nazionale.

La scelta estrema – in positivo o in negativo – se applicare o meno la clausola di salvaguardia, può svelare tutta una serie di sfumature intermedie, sintomatiche di altrettante fattispecie da considerare *case by case*.

Ad adiuvandum, agli Stati membri viene prospettata la possibilità di:

4) Applicare una procedura semplificata di autorizzazione per i prestatori di diritto nazionale¹³, purché:

- Abilitati al 30 dicembre 2024 a prestare servizi per le cripto-attività sulla base di una normativa nazionale;
- Presentino domanda di autorizzazione tra il 30 dicembre 2024 e il 1° luglio 2026.

Il comune denominatore di tutti gli scenari indicati è rappresentato dalla discrezionalità che caratterizza le decisioni degli Stati membri sulla sorte futura dei prestatori di diritto nazionale, a fronte dell'entrata in applicazione di MICA e del relativo *framework* armonizzato. Una discrezionalità avallata dalla mancata previsione di criteri uniformi tali sia da guidare gli Stati membri nella valutazione della misura più appropriata, sia nel prevenire azioni pregiudizievoli per una sana concorrenza tra tutti i *players* sul mercato.

Diversi possono essere gli effetti conseguenti all'esercizio di ciascuna delle opzioni indicate:

- a) giustificando, per un periodo transitorio, la convivenza di percorsi normativi nazionali con quello europeo di MICA;
- b) concludendo il percorso dei prestatori di diritto nazionale sul mercato domestico, una volta terminato il periodo transitorio;

¹³ “In deroga agli articoli 62 e 63, gli Stati membri possono applicare una procedura semplificata per le domande di autorizzazione presentate tra il 30 dicembre 2024 e il 1° luglio 2026 da soggetti che al 30 dicembre 2024 erano autorizzati a prestare servizi per le cripto-attività a norma del diritto nazionale. Le autorità competenti assicurano il rispetto del titolo V, capi 2 e 3, prima di concedere l'autorizzazione in base a tali procedure semplificate” (art. 143, par. 6).

c) segnando l'*upgrading* operativo dei prestatori dal mercato nazionale a quello europeo.

Eppure la cennata discrezionalità, che accompagna le valutazioni in campo, come accennato, può sortire riflessi (pregiudizievoli) sulla competizione tra tutte le tipologie di *players* contemplati da MICA e sul buon funzionamento di un mercato armonizzato delle cripto-attività, tanto da accentuare – non eliminare – il rischio di *unlevel playing field*. Rischio che MICA invece si prefiggeva di contrastare con l'introduzione di specifiche misure dirette a vigilare sui soggetti coinvolti nel processo di emissione e di distribuzione delle cripto-attività, colmando nel contempo un'importante lacuna normativa creata dall'innovazione finanziaria e dal crescente processo di tokenizzazione degli *assets*.

Procedendo in questa direzione, MICA è stata adottata per offrire a tutti i *players* pari opportunità di accesso al mercato, superandone la frammentazione derivante da singole iniziative normative adottate da taluni Stati membri.

Eppure le misure transitorie – nei termini in cui si chiarirà - rischiano di produrre un effetto *boomerang* su più versanti: in primo luogo, perpetrando – non eliminando in radice - la possibilità di arbitraggi regolamentari, quale conseguenza del nuovo *patchwork*; in secondo luogo, favorendo solo taluni prestatori di diritto nazionale nella competizione in generale con tutti gli altri competitors, più in particolare, sia con i prestatori di diritto europeo, sia con gli altri prestatori di diritto nazionale ubicati in differenti Stati membri; in terzo luogo, innescando una concorrenza (anche al ribasso) tra Stati membri con propri – più o meno avviati - mercati nazionali per le cripto-attività, ma tali da attrarre nel frattempo nuovi *players* nel perimetro di rispettiva competenza, in virtù della "copertura" fornita dalla pregressa normativa nazionale.

3. Come già accennato, le misure transitorie, nelle diverse opzioni previste

dall'art. 143, rischiano di alterare la competizione e creare squilibri temporali nell'accesso al mercato di tutti i prestatori di servizi, siano essi di nuova costituzione, di diritto europeo, ma anche di diritto nazionale.

In via preliminare una precisazione è d'obbligo.

La principale misura transitoria, oggetto della clausola di salvaguardia, consiste in un regime di esenzione temporanea dall'applicazione della normativa europea, qualora i prestatori di diritto nazionale siano in possesso di un'abilitazione ricevuta sulla base di una normativa nazionale.

A ben vedere però detto regime di esenzione, in una prima fase, non si riflette sull'accesso al mercato, bensì sulla proroga dell'operatività già in corso per detti prestatori, che in tal modo godrebbero di una corsia preferenziale ed accelerata sia nell'*ante* che nel *post* MICA (i.e. entrata in applicazione).

Difatti il trattamento di *favor* per i prestatori di diritto nazionale è duplice, non dovendo rispettare la normativa europea per l'accesso *ex novo* ad un mercato in via di sviluppo. Il vantaggio competitivo di cui possono in tal modo godere, grazie alle misure transitorie, sebbene circoscritte a livello nazionale, rafforzano la *reputation* sul mercato di detti prestatori, specie quando si tratta di players di grandi dimensioni che *ante* MICA hanno chiesto l'autorizzazione ad operare in più Stati membri. Forti proprio di questa *reputation*, i prestatori di diritto nazionale possono in un secondo momento lanciarsi sul mercato europeo, utilizzando come trampolino di lancio il mercato domestico.

Di conseguenza, nel rapporto con i prestatori su richiesta¹⁴, di nuova costituzione nel

¹⁴ A *latere* alla tipologia dei prestatori di diritto nazionale, si pongono quella dei prestatori su richiesta (i.e. soggetti di nuova costituzione che identifica la tipologia soggettiva "ordinaria", per la quale MICA sancisce l'obbligo dell'autorizzazione *ex art.* 59 ai fini della prestazione di servizi per le crypto-attività) e quella dei prestatori di diritto europeo (i.e. soggetti già dotati di un passaporto europeo, conseguito ai sensi di altra normativa europea in materia finanziaria e che usufruiscono di un regime di esenzione dall'ordinaria procedura di autorizzazione ai sensi dell'art. 60).

Sulla tripartizione convenzionale delle *species* di prestatori di servizi per le crypto-attività, enucleabili dalle disposizioni di MICA, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *op. cit.*, 19.

rispetto dell'*iter* ordinario previsto da MICA, viene meno qualunque forma di concorrenza, a fronte del pregresso *start* temporale sul mercato da parte dei *competitors* nazionali.

I prestatori su richiesta devono infatti attendere l'entrata in applicazione di MICA (i.e. 30 dicembre 2024) per attivare ed esaurire i tempi richiesti dalla procedura ordinaria, dalla presentazione della domanda di autorizzazione sino al vaglio dei requisiti per la relativa concessione ai sensi dell'art. 63.

Lo squilibrio temporale tra i prestatori di diritto nazionale, che godono di una proroga dell'attività già esercitata a livello nazionale ed i prestatori di nuova costituzione è ampio, con contestuale penalizzazione di questi ultimi, che devono rispettare le regole uniformi del *framework* di MICA.

Nella prima fase di applicazione la procedura ordinaria diviene quindi la vera eccezione, cedendo il passo ai prestatori di diritto nazionale ed a quelli di diritto europeo.

Ancor più penalizzati nella competizione risultano poi i prestatori di diritto europeo, i quali godono di un regime di esenzione dalla procedura ordinaria di autorizzazione, sostituita da un trattamento informativo e di notifica alle autorità nazionali competenti dell'intenzione di prestare servizi per le cripto-attività.

Detti prestatori sono a monte autorizzati a prestare servizi finanziari disciplinati da altre legislazioni finanziarie vigenti. Il passaporto europeo già ricevuto consente loro di accedere al mercato europeo delle cripto-attività in tempi più rapidi rispetto a quelli previsti per la procedura di autorizzazione, ma sempre meno favorevoli rispetto a quelli concessi ai prestatori di diritto nazionale, che continuano ad operare sul mercato.

Senza dimenticare che lo stesso mercato domestico, nel quale anche i prestatori di diritto nazionale sono ubicati e dove sono stati autorizzati, potrebbe risultare troppo concentrato nelle mani dei pionieri del settore, rendendo ostico

l'accesso a tutti gli altri *players*, siano essi di nuova costituzione oppure di diritto europeo.

Tuttavia, prestatori di diritto nazionale e prestatori di diritto europeo, sebbene accomunati da un regime di esenzione (temporaneo per i primi e duraturo per i secondi), si differenziano per:

- a) per fonte normativa di abilitazione: legislazione nazionale specifica per i prestatori di diritto nazionale vs. normativa armonizzata in materia finanziaria;
- b) ambito di operatività territoriale: nazionale nel primo caso ed europeo nel secondo;
- c) pregressa tipologia operativa: prestazione di servizi per le crypto-attività sulla base di una normativa nazionale vs. prestazione di servizi finanziari con oggetto differente dalle crypto-attività e sulla base di una legislazione finanziaria europea;
- d) criterio temporale: provvisorio per i primi e duraturo per i secondi;
- e) accesso al mercato delle crypto-attività per tutti i prestatori, ma con condizioni di partenza e tempistiche differenti.

Ai prestatori di diritto europeo, operativi sul mercato, in quanto abilitati a prestare altri servizi finanziari, il passaporto europeo consente solo di accelerare – non di azzerare – i tempi di ingresso sul mercato delle crypto-attività, dal momento che l'accesso al mercato viene posticipato nel tempo, una volta trascorso il termine per la notifica alle autorità nazionali delle informazioni richieste dall'art. 60, par. 7.

Pertanto appare evidente lo squilibrio tra le opportunità configurabili per i prestatori di diritto nazionale e quelli di diritto europeo. E detto squilibrio si rafforza soprattutto alla luce del fatto che i regimi di esenzione previsti per i prestatori di diritto nazionale subiscono anche delle eccezioni, palesando ulteriori prospettive per gli stessi, quali forme alternative di operatività sul mercato e di regolarizzazione della rispettiva posizione sul mercato (in questo caso) europeo.

Il tutto avallato da corsie preferenziali con velocità differenziate.

Di conseguenza, per i prestatori di diritto nazionale si prospetta un'*escalation* di opportunità per consolidare la propria posizione sul mercato, mentre ai prestatori di diritto europeo vengono frapposti vincoli temporali e condizioni di operatività, che, per quanto più snelli rispetto all'*iter* ordinario, li trattengono per un po' fermi ai nastri di partenza.

Lo squilibrio temporale si accentua poi se si considera che MICA entra in applicazione il 30 dicembre 2024, data che funge da spartiacque per aprire ufficialmente i giochi dei prestatori di diritto europeo, consentendo loro di notificare all'autorità nazionale competente l'intenzione di iniziare a prestare servizi per le cripto-attività.

Eppure differenti condizioni di partenza potrebbero discriminare gli stessi prestatori di diritto nazionale ubicati in diversi Stati membri che, come precisato, potranno avvalersi a discrezione delle molteplici opzioni previste dalle misure transitorie per scegliere quella più adeguata al mercato domestico ed ai prestatori ivi attivi, nonché per rendere il mercato nazionale più attraente per nuovi *players* prima dell'avvio a pieno regime di MICA.

Questo scenario risulta ancor più pericoloso, in mancanza di trasparenza e di criteri uniformi che, parimenti alle opzioni precedenti, possono guidare in maniera univoca la scelta di ciascuno Stato membro.

Difatti in tal caso, a differenza dei prestatori di diritto europeo, non operano espressamente presunzioni di equivalenza dei servizi (MICA e Mifid)¹⁵. Tuttavia, potrebbe rivelarsi utile far ricorso a preventive valutazioni di equivalenza tra servizi che disciplinati dalla normativa nazionale e quelli *ex* MICA. Parimenti, una valutazione di equivalenza potrebbe interessare la governance ed i requisiti prudenziali dei prestatori, ai fini del rilascio o del diniego dell'autorizzazione.

Il quadro risulta quindi ancora opaco, foriero di ulteriori frammentazioni sul mercato,

¹⁵ Sulla presunzione di equivalenza dei servizi MICA a quelli di investimento *ex* Mifid, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *op. cit.*, 13 ss.

oltre ad evidenziare l'esigenza di omogenei criteri di selezione delle opzioni, onde prevenire la creazione di aree grigie nel processo di transizione a MICA.

4. Nell'ambito delle misure transitorie enucleabili dall'art. 143, ancor più criptica si presenta quella prevista dal par. 6, che introduce una procedura semplificata di autorizzazione per i prestatori di diritto nazionale.

In tal caso i possibili beneficiari sono selezionati sulla scorta di due fattori: *in primis*, il possesso dell'autorizzazione a prestare servizi per le crypto-attività sulla base di una normativa nazionale; *in secundis*, la presentazione della domanda di autorizzazione in un *range* temporale piuttosto ampio, che spazia dal 30 dicembre 2024 al 1° luglio 2026. L'arco temporale di riferimento è quindi il medesimo che solleva le problematiche già avanzate con riguardo alla clausola di salvaguardia di cui all'art. 143, par. 3.

Il punto di raccordo però è cristallizzato al 30 dicembre 2024, cosa che potrebbe favorire comportamenti opportunistici da parte di prestatori che ad oggi non sono in possesso di abilitazione, ma (nel cercare una scorciatoia di accesso al mercato europeo) potrebbero ancora – in corso di implementazione di MICA – richiederla a livello nazionale per accelerare modi e tempi di autorizzazione, in modo da accedere più velocemente al mercato europeo.

Letta in questi termini, detta misura sembra pertanto premiare e fornire un salvacondotto a tutti i prestatori di diritto nazionale, con conseguente *upgrading* operativo e territoriale.

Trattasi quindi di una misura transitoria alternativa a quelle tratteggiate dal par. 3, che nel caso di specie sfocia però nella concessione della prescritta autorizzazione ex MICA tramite una procedura semplificata.

Nel contempo, quella in questione costituisce un'ulteriore opzione nello spettro delle misure transitorie a disposizione degli Stati membri, ma soprattutto

un'altra occasione in cui gli Stati membri potranno assumere decisioni discrezionali e quindi di diverso tenore per prestatori ubicati in differenti Stati membri.

In questo caso la discrezionalità è più accentuata rispetto a quella che caratterizza le opzioni solutorie previste dal par. 3, in mancanza di criteri uniformi e chiari di riferimento per l'adozione di una scelta nazionale a favore della procedura semplificata.

Se con riferimento alla clausola di salvaguardia il par. 3 fa leva su un generico riferimento all'equiparazione di requisiti rigorosi del quadro nazionale rispetto a quello europeo, nel caso della procedura semplificata non è dato in alcun modo comprendere in cosa consistano l'agevolazione e il trattamento derogatorio rispetto agli articoli richiamati (i.e. artt. 62 e 63), né tanto meno quali siano gli *steps* della menzionata procedura semplificata.

In altri termini, non si comprende quale sia il contenuto della "semplificazione" che dovrebbe connotare la procedura *de qua*, la quale in tal modo si presterebbe ad interpretazioni differenti ad opera degli Stati membri che riterranno di avvalersene per i prestatori operativi nei mercati nazionali di propria competenza.

Unico elemento, anche questo non del tutto chiaro, è fornito dalla verifica – preventiva alla concessione dell'autorizzazione - del rispetto dei requisiti di cui ai capi 2 e 3 del Titolo V, ovvero di quelli sia generali, sia specifici previsti in corrispondenza della prestazione dei servizi per le cripto-attività.

Ogni altro aspetto preliminare, quanto a contenuti e presupposti per l'attivazione, viene invece rimesso, anche questa volta, agli Stati membri.

Questi ultimi potranno esercitare una discrezionalità quanto mai ampia, che involge: in primo luogo la scelta sull'*an* e sulla decisione di concedere una procedura semplificata; in secondo luogo la selezione delle fattispecie in cui detta procedura può trovare applicazione; in terzo luogo le modalità concrete di svolgimento ed i requisiti di ammissione; infine lo stesso "significato" (*rectius*: il significato univoco) da

attribuire all'aggettivo "semplificato".

Appare evidente come il trattamento di favore, nel caso di specie, possa alterare la competizione tra gli stessi prestatori di diritto nazionale, ubicati però in Stati membri differenti.

Difatti detti prestatori, forti di una *reputation* acquisita sul mercato, magari nel rispetto dei diversi *framework* approvati in ciascuno Stato membro, potrebbero trovarsi di fronte al dilemma di decisioni nazionali contrastanti. Cosa che potrebbe sortire conseguenze differenti: farli accedere più velocemente al mercato europeo o sulla base della relativa e preventiva conoscenza sul mercato, supportata da una procedura di autorizzazione semplificata, oppure in virtù di criteri di arbitraggio regolamentare¹⁶, magari scegliendo quale luogo di elezione operativa quella dello Stato membro con un orientamento più favorevole nel senso indicato.

Altro dubbio investe poi l'inciso relativo al rispetto, da parte delle autorità competenti, del titolo V, capi 2 e 3, prima di concedere l'autorizzazione con procedure semplificate.

La precisazione, posta come chiosa finale, appare sibillina e di certo non favorisce un'univoca interpretazione né sul significato da attribuire al disposto normativo, né tanto meno sugli *steps* in cui si articolerebbe una procedura semplificata di autorizzazione.

¹⁶ In tal senso anche il *considerando* 5 che fa leva proprio sulla necessità di un *framework* complessivo a livello europeo, quale soluzione per superare rischi ed ostacoli: "L'assenza di un quadro generale dell'Unione per i mercati delle cripto-attività può portare gli utenti a non avere fiducia in tali attività, il che potrebbe rappresentare un notevole ostacolo allo sviluppo di un mercato delle cripto-attività e condurre alla perdita di opportunità in termini di servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'Unione. Inoltre, per le imprese che utilizzano cripto-attività non vi sarebbe alcuna certezza del diritto sul modo in cui le cripto-attività in loro possesso sarebbero trattate nei diversi Stati membri, il che ne pregiudicherebbe gli sforzi tesi a utilizzare le cripto-attività per l'innovazione digitale. L'assenza di un quadro generale dell'Unione in materia di cripto-attività potrebbe anche portare a una frammentazione normativa che falserebbe la concorrenza nel mercato unico, renderebbe più difficile per i prestatori di servizi per le cripto-attività espandere le loro attività su base transfrontaliera e determinerebbe un arbitraggio normativo. I mercati delle cripto-attività sono ancora di dimensioni modeste e ad oggi non costituiscono una minaccia per la stabilità finanziaria".

Premesso che, come già anticipato, le disposizioni racchiuse nei due capi richiamati attengono alle regole di comportamento dei prestatori, sia in via generale, sia nella prestazione dei singoli servizi per le cripto-attività, risulta chiaro che non si tratta di disposizioni applicabili prima dell'autorizzazione di un prestatore, quanto semmai successivamente.

L'unica parte residua, che potrebbe assumere rilevanza a tal fine, concerne la *governance* del prestatore ed i requisiti richiesti a livello soggettivo ed oggettivo, la cui sussistenza è prescritta e deve essere verificata preventivamente alla concessione anche di un'autorizzazione tramite procedura semplificata.

Pertanto una soluzione interpretativa potrebbe magari ricondursi ad una semplificazione (anche nel senso di riduzione) del tempo necessario a rilasciare l'autorizzazione, qualora la normativa nazionale – che ha abilitato i prestatori a continuare ad esercitare la propria attività – contenga disposizioni equiparabili a quelle racchiuse nel titolo V, capi 1 e 2.

Resta il fatto però che le disposizioni da ultimo indicate non possono subire deroghe, che andranno limitate invece a quanto previsto dagli artt. 62 e 63.

In definitiva, dalle misure transitorie e, in particolare, dalla previsione di una procedura semplificata nei termini indicati emerge un quadro connotato più da ombre che da luci. La disposizione in questione pecca invero per mancanza di trasparenza e rischia di divenire discriminatoria in ambito europeo, in assenza di precise linee direttrici, tali da giustificare la concreta attivazione di una strada alternativa di accesso (*rectius*: di prosecuzione dell'attività) al mercato europeo, nonché da uniformare i requisiti di relativa percorribilità, definendo i presupposti sia per l'*iter* che per gli *steps* di un'autorizzazione semplificata.

Il regime derogatorio *de quo* propone quindi un sistema di accesso al mercato europeo che, per quanto tenda ad incentivare la "regolarizzazione" dei prestatori di diritto nazionale, non apporta chiarezza al trattamento normativo applicato,

rischiando di violare l'uniformità delle regole e il riconoscimento delle pari opportunità per tutti i prestatori di servizi per le crypto-attività e, in modo particolare, avendo riguardo al caso di specie, tra prestatori di diritto nazionale autorizzati in Stati membri differenti. Nel contempo, favorisce la creazione di altre corsie preferenziali e di ulteriori situazioni di *unlevel playing field*, causate da posizioni di vantaggio e concorrenza sleale sul mercato. Tutte però avallate da misure transitorie e quindi indirettamente "favorite" dallo stesso legislatore europeo.

5. La complessità dello scenario in evoluzione e le problematiche legate al processo di transizione a MICA, con particolare riferimento ai prestatori di diritto nazionale, non sono passate inosservate all'ESMA, che ha cominciato a valutare le conseguenze, per il mercato unico e per l'avvio ordinato della nuova normativa armonizzata, rivenienti dall'applicazione della clausola di salvaguardia¹⁷.

Difatti, prendendo come punto di riferimento la data di applicazione di MICA (i.e. 30 dicembre 2024), i dislivelli temporali previsti dalle misure transitorie si traducono in corsie preferenziali e partenze frammentate, con correlative differenti velocità di accesso dei prestatori di servizi al mercato delle crypto-attività.

Pertanto l'ESMA, nel tentativo di riequilibrare, nei limiti del possibile, ma soprattutto di prevenire e/o mitigare le conseguenze (pregiudizievoli) derivanti da un quadro opaco, che potrebbe da un lato incentivare comportamenti opportunistici, dall'altro lato vanificare gli sforzi tesi a definire un *framework* armonizzato¹⁸, è

¹⁷ "Entro il 30 giugno 2024, gli Stati membri notificano alla Commissione e all'ESMA se hanno esercitato l'opzione di cui al secondo comma e la durata del regime transitorio" (art. 143, par. 3. co. 3). L'ESMA è solo destinataria passiva dell'informativa in ordine all'opzione prescelta dagli Stati membri: concessione ai prestatori di diritto nazionale di un periodo transitorio; concessione di un periodo inferiore ai 18 mesi; mancata applicazione del periodo transitorio.

Né tanto meno detta informativa è seguita da annotazione nell'istituendo registro dei prestatori *ex art.* 109, ove sono riportati solo i dati dei prestatori in possesso di un passaporto europeo, siano essi autorizzati ai sensi di MICA, oppure di altra normativa finanziaria europea in materia di servizi finanziari (cfr. sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *op. cit.*, 58).

¹⁸ Preoccupazioni e azioni proattive dell'Autorità europea su questo specifico punto sono state rappresentate dal Presidente Verena Ross, *Innovation with protection: the next steps on the MiCA*

intervenuta con le sole armi a disposizione.

Di tal ch , in mancanza di specifici poteri al riguardo, l’Autorit  europea ha fatto ricorso alla *moral suasion* tramite invito rivolto alle autorit  nazionali competenti ed agli operatori di mercato, raccolto in uno *statement*¹⁹, pubblicato unitamente ad una lettera²⁰ destinata agli Stati membri.

Obiettivo di entrambi gli interventi   quello di favorire la transizione a MICA, sia agevolandone un’applicazione effettiva, sia promuovendo la convergenza della supervisione onde prevenire effetti distorsivi legati a scelte discrezionali degli Stati membri a fronte del variegato spettro delle possibili opzioni codificate dall’art. 143.

Di conseguenza, l’ESMA, nella lettera indirizzata all’ECOFIN, ha invitato gli Stati membri ad agire in due direzioni ben precise:

- a) designando senza indugio le autorit  competenti responsabili ai fini della supervisione prevista da MICA;
- b) a ridurre il periodo transitorio (dal 30 dicembre 2024 al 1° luglio 2026) da 18 a 12 mesi, qualora gli Stati membri dovessero esercitare detta opzione nelle rispettive giurisdizioni e consentire una proroga operativa ai prestatori nazionali abilitati sulla base della propria normativa nazionale.

Parallelamente, lo *statement*, diretto invece sia ai prestatori gi  attivi a livello nazionale, sia alle autorit  nazionali competenti per la supervisione, elenca una serie di raccomandazioni a tutela del mercato, ma soprattutto dei consumatori.

Difatti, se i prestatori sono esortati ad informare chiaramente i clienti che non potranno beneficiare delle tutele previste da MICA fino al 30 dicembre 2024, le NCAs

journey, Markets in Crypto-Assets Regulation, Financial Supervisors Academy (FSA) Forum – Malta, ESMA75-840896669-368 – 16 November 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA75-840896669-368_Verena_Ross__speech_at_Malta_FSA_Forum_MiCA.pdf

¹⁹ Cfr. *ESMA clarifies timeline for MiCA and encourages market participants and NCAs to start preparing for the transition*, ESMA74-449133380-441 – 17 October 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA74-449133380-441_Statement_on_MiCA_Supervisory_Convergence.pdf

²⁰ Cfr. *Letter to MS on effective MiCA application, Effective application of the MiCA Regulation*, ESMA75-840896669-45 - 17 October 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA75-840896669-45_Letter_to_MS_on_effective_MiCA_application.pdf

sono invitate ad allineare le pratiche di vigilanza con quelle delle altre autorità in tutta l'Unione Europea, in modo da avviare una vigilanza effettiva sin dal primo giorno.

E' anche vero che gli interventi indicati, benché degni di nota, potrebbero risultare poco incisivi, se non seguiti dall'utilizzo di strumenti di *soft law*, quali *best practices* e/o *guidelines*, in grado di offrire criteri comuni ed univoci nella scelta nazionale tra le varie opzioni da esercitare con riguardo ai prestatori di diritto nazionale.

6. Alla luce di quanto indicato, le misure transitorie, nelle diverse opzioni disponibili per gli Stati membri, sembrano abilitare la convivenza, seppure temporanea, di regimi nazionali con quello europeo di MICA.

Detta convivenza potrebbe condurre verso soluzioni applicative di MICA non sempre convergenti, foriere anche di una scomposizione del sistema di regole tra *players in and out* il *framework* normativo disegnato da MICA.

Il quadro, già di per sé complesso, rischia di essere ulteriormente oscurato, mettendo a dura prova proprio quelle finalità che MICA si proponeva di realizzare, tra cui il superamento dell'arbitraggio normativo e la tutela del consumatore. Quest'ultima in particolare risulterebbe in definitiva condizionata dalla graduazione e dalle sfumature normative – non univoche - offerte dalle diverse regole applicabili a livello nazionale ed europeo, in virtù delle opzioni normative e della discrezionalità degli Stati membri nell'esercitarle.

Regole nazionali, potenzialmente disallineate dal *framework* armonizzato, da un lato e *players* riconosciuti sulla base della clausola di salvaguardia dall'altro lato, potrebbero favorire altresì una frammentazione normativa, ma anche un'alterazione del principio di sana concorrenza tra operatori sul medesimo territorio (alcuni preesistenti, altri autorizzati *ex novo*), favorendo il consolidamento sul mercato di

alcuni *players* a discapito dei nuovi ingressi, nonché nel contempo il rafforzamento di taluni mercati domestici rispetto ad altri.

Dalla coesistenza di regimi normativi differenti, siano essi temporanei o duraturi, potrebbe infine conseguire l'approdo verso lidi di cripto-regole, in ordine al processo di selezione per l'accesso al mercato europeo, tale da spostare il *focus* sulle regole nazionali, talora dal carattere "criptico", per tutti i soggetti coinvolti. E le cripto-regole possono essere favorite in mancanza di uno specifico controllo in tal senso a livello europeo, *a fortiori*, tenuto conto che l'ESMA che non viene specificamente coinvolta, rimanendo all'oscuro delle motivazioni e dei criteri sottesi alle singole scelte nazionali.

In questo scenario i recenti interventi dell'ESMA possono essere solo il primo passo nel cercare di ristabilire il *level playing field*, ma le esortazioni ivi contenute dovrebbero quanto prima essere meglio precisate in *best practices* e *guidelines*, affinché le opzioni a disposizione degli Stati membri possano essere esercitate sulla base di criteri comuni a livello europeo.

Maria Teresa Paracampo

Associato di Diritto dell'economia

nell'Università degli studi di Bari Aldo Moro

**L'OFFERTA DI SERVIZI BANCARI NEL METAVERSO.
PRODROMI DI UN NUOVO ECOSISTEMA FINANZIARIO NELLA
DIMENSIONE VIRTUALE, TRA OPPORTUNITÀ DI SVILUPPO E
OSTACOLI NORMATIVI ***

(The provision of banking services in the metaverse.

*Harbingers of a new financial ecosystem in the virtual dimension,
between development opportunities and regulatory obstacles)*

ABSTRACT: *Il lavoro mira ad evidenziare alcuni ostacoli di ordine giuridico che si frappongono allo sviluppo dei servizi bancari nel c.d. metaverso, inteso come mondo virtuale tridimensionale, nel quale gli utenti possono vivere, attraverso un proprio alter ego digitale (avatar), esperienze on line immersive, particolarmente realistiche. Alcuni enti creditizi, invero, stanno progettando di stabilire nuove filiali anche nel metaverso, in modo da offrire innovativi servizi agli utenti dei mondi virtuali. Dal punto di vista giuridico, tuttavia, ciò solleva numerosi interrogativi, concernenti sia la nozione di filiale virtuale che la qualificazione delle attività erogabili dalle virtual branches nel metaverso. Lo scritto, pertanto, esamina le suddette problematiche alla luce del vigente quadro normativo, cercando di suggerire gli interventi che, sul piano regolatorio, potrebbero giovare ad assicurare un ordinato sviluppo dei servizi bancari nella dimensione virtuale.*

This paper aims at highlighting some juridical obstacles that hamper the development of banking services in the metaverse, i.e. a virtual 3D world, where users can live, by means of an avatar, immersive and very realistic online experiences. Indeed, some credit institutions are planning to establish new branches also in the metaverse, in

* Contributo approvato dai revisori.

order to provide innovative services to virtual residents too. From a legal point of view, this raises several questions, regarding the notion of virtual branch as well as the qualification of the activities carried out in the metaverse. Therefore, we will explore such questions in light of the current framework, and try to suggest the regulatory interventions that could be useful for an orderly development of banking services in the virtual dimension.

SOMMARIO: 1. Rilievi introduttivi e ambito dell'indagine. – 2. Il metaverso. Un fenomeno in cerca di definizione. – 3. I servizi bancari nel metaverso. Una prima tassonomia. – 4. L'operatività delle banche nel metaverso. Problematiche giuridiche. - 4.1. Le *virtual branches* sono filiali ai sensi di legge? – 4.2. Le negoziazioni nel metaverso sono negoziazioni a distanza? – 4.3. L'identificazione del cliente nel metaverso può ritenersi efficace? – 5. Conclusioni.

1. Stimolato dai massicci investimenti economici effettuati negli ultimi anni, oltre che da una crescente attenzione mediatica, si è progressivamente ampliato, a livello sociale, l'interesse nei confronti di quel fenomeno, ancora embrionale ma destinato a sviluppi potenzialmente sconfinati, definito con la suggestiva denominazione di *metaverso*. Termine mutuato, com'è ormai noto, dalla letteratura fantascientifica dello scorso secolo¹, al fine di evocare, attraverso l'uso della preposizione "meta", un mondo virtuale tridimensionale – situato, appunto, "oltre", "al di là" della realtà fisica -, nel quale si realizza, come avremo modo di appurare, una peculiare commistione tra le diverse dimensioni del virtuale e del materiale.

Tralasciando sia le suggestioni filosofiche (in letteratura, paiono quasi doverosi, nell'accostarsi al tema, i richiami al mito della caverna di Platone, o all'idea del mondo come rappresentazione soggettiva, teorizzata a inizio del '900 da Schopenhauer) che le inquietudini di tipo sociologico (non può non destare

¹ Il termine metaverso, fusione tra la preposizione greca "meta" e la parola universo, si deve al romanzo *Snow Crash* di Neil Stephenson (1992), che descrive una realtà virtuale - una sorta di universo parallelo -, nella quale gli individui agiscono rappresentati da *avatar*.

preoccupazione, per vero, la prospettiva di una società futura in cui gli esseri umani, fagocitati da mondi virtuali iperrealistici, finiscano col vivere sempre più alienati dalla realtà materiale), va osservato che, sul piano prettamente giuridico, l'avvento di nuovi mondi virtuali, resi abitabili dall'impiego di soluzioni tecnologiche che consentano l'immersione dell'utente nella dimensione immateriale, prospetta una pletora di interrogativi cui non è semplice fornire risposta, dovendo l'interprete misurarsi con fenomeni dalla portata ancora largamente inesplorata e dagli sviluppi non del tutto prevedibili. Difficile, dunque, riuscire ad inquadrare nelle tradizionali categorie giuridiche, o nella cornice normativa in atto esistente, una realtà fenomenica dai tratti ancora indefiniti.

La prima impressione che inevitabilmente scaturisce in chi si avvicina allo studio giuridico del metaverso, pertanto, è che si tratti di un argomento tanto affascinante quanto sfuggente: allo stato manca, del resto, una definizione certa e sufficientemente condivisa del fenomeno, che permetta di individuarne i tratti caratteristici ed imprescindibili, al punto che, come si legge in un recente documento di McKinsey, «*The metaverse seems to be whatever people's imaginations dream it to be*»². Una vaghezza che genera ambiguità e che necessita dunque di essere risolta, nell'ottica della creazione di un quadro disciplinare che abbia un centro gravitazionale e un raggio di applicazione ben delineati.

La seconda è che alle grandi opportunità che lo sviluppo dei mondi virtuali apre (in termini prima di tutto economici, ma anche sociali, considerato il notevole impatto delle nuove tecnologie immersive sulla vita quotidiana dei cittadini) si accompagnano senz'altro rischi e pericoli di varia natura, che necessitano di essere adeguatamente governati per via normativa, per prevenire esiti degenerativi altrimenti non arginabili.

In questo contesto, tra le molteplici potenzialità d'uso che il metaverso offre,

² Mc Kinsey & Co., *Value creation in the metaverse. The real business of the virtual world*, June 2022, p. 10.

può annoverarsi anche la possibilità per gli intermediari bancari e finanziari di erogare, nell'arena virtuale, alcuni dei loro tradizionali servizi, implementando modalità di interazione con la propria clientela del tutto inedite. Si aprono così, per gli enti del settore finanziario (banche, per quanto qui specificamente rileva), nuove ed ancora inesplorate prospettive di *business*, nei confronti delle quali inizia già ad intravedersi un concreto interesse di primari operatori. Il fenomeno, dunque, non può essere ignorato, poiché, se il futuro dei servizi bancari guarda (anche) al metaverso, è necessario che si giunga preparati per tempo ad affrontare, a livello regolamentare, una realtà talmente rivoluzionaria.

Dopo avere tentato, dunque, di fornire un inquadramento concettuale della nuova dimensione del metaverso (par. 2), ci soffermeremo sullo specifico tema della prestazione di servizi bancari all'interno dei mondi virtuali (par. 3), con l'obiettivo di evidenziare alcuni aspetti problematici che lo svolgimento di tali attività prospetta all'operatore del diritto (par. 4).

Svilupperemo, infine, alcune brevi riflessioni conclusive (par. 5), nella consapevolezza che l'assoluta novità del fenomeno (ancora ad uno stadio del tutto iniziale, come già rilevato) e la mancanza, sul piano concreto, di consolidate esperienze applicative rendono l'argomento di studio alquanto scivoloso e certamente meritevole, pertanto, di ulteriori e più puntuali considerazioni.

2. Sia pure in assenza di una precisa definizione normativa, il metaverso può essere descritto come un insieme di spazi digitali interconnessi, accessibili in via continuativa attraverso un'ampia varietà di tecnologie e di strumenti (visori, auricolari, sensori, *smart devices*, ecc.), ove gli utenti possono comunicare tra loro in tempo reale e interagire con l'ambiente circostante mediante una rappresentazione digitale della propria persona (*avatar*)³.

³ In un recente documento dello *European Parliamentary Research Service* (EPRS), il metaverso è

L'architettura del metaverso si spinge ben oltre la dimensione della realtà virtuale (VR) e della realtà aumentata (AR)⁴, posto che, rispetto a queste ultime, esso offre la possibilità di una più realistica esperienza *online*, caratterizzata dal peculiare elemento della immersività⁵. Ciò significa che gli utenti possono avvertire la

definito come «*an immersive and constant virtual 3D world where people interact by means of an avatar to carry out a wide range of activities. Such activities can range from leisure and gaming to professional and commercial interactions, financial transactions or even health interventions such as surgery*» (T. Madiega, P. Car, M. Niestadt, L. Van de Pol, *Metaverse. Opportunities, risks and policy implications*, EPRS, June 22, p. 2). La Commissione europea, invece, privilegia un più generico riferimento ai mondi virtuali (con i quali, nondimeno, il metaverso tende ad essere comunemente identificato), intesi come importante tassello della transizione verso la quarta generazione del *World Wide Web* (il c.d. *Web 4.0*, che permetterà l'interazione tra ambienti digitali e ambienti reali, nonché una migliore interazione tra esseri umani e macchine), precisando che gli stessi «*offer real-time, immersive and persistent environments that blend physical and virtual realities in many different areas like medicine, manufacturing or smart cities*» (Commissione europea, *An EU Initiative on Web 4.0 and virtual worlds: a head start in the next technological transition*, COM (2023) 442 final, 11 luglio 2023). Definizioni non dissimili, sulle quali non occorre indugiare, sono state fornite dal *World Economic Forum* (2023) e dall'OECD (2022).

⁴ La realtà virtuale (VR) è la tecnologia che consente di creare mondi virtuali (duplicati del mondo reale o totalmente immaginari) accessibili agli utenti; la realtà aumentata (AR) consente invece di integrare la realtà fisica con elementi virtuali (oggetti digitali, che appaiono come fossero realmente esistenti), arricchendo l'esperienza dell'utente (R. Moro Visconti, A. Cesaretti, *Il metaverso tra realtà digitale e aumentata: innovazione tecnologica e catena del valore*, in *Dir. internet*, 2022, n. 3, p. 627 ss.). Ulteriore nozione è quella di *mixed reality* (MR), che combina VR e AR, generando la coesistenza e l'interazione in tempo reale tra elementi fisici ed elementi virtuali. Da ultimo è stata altresì coniata l'espressione *eXtended reality* (XR), locuzione onnicomprensiva che ingloba le varie forme di AR, VR e MR e i diversi gradi di immersività che le relative tecnologie sono in grado di offrire all'utente che si rapporti ai contesti virtuali (N. Xi, J. Chen, F. Gama, M. Riar, J. Hamari, *The challenges of entering the metaverse: An experiment on the effect of extended reality on workload*, in *Information Systems Frontiers*, Vol. 25, 2, 2023, p. 659 ss.).

⁵ L'immersività si riferisce alla possibilità di vivere un'esperienza sensoriale che, superando i limiti della bidimensionalità, tipici delle tradizionali forme di fruizione del *web*, risulta realistica e coinvolgente, ancorché in misura differenziata a seconda delle tecnologie di volta in volta utilizzate. L'immersività, legata a sua volta alla tridimensionalità dell'esperienza, rappresenta la caratteristica maggiormente distintiva del metaverso, sebbene alla stessa vengano comunemente aggiunti, in letteratura, altri tratti come la sincronicità (ossia la possibilità per gli utenti di interagire con l'ambiente circostante in tempo reale), la persistenza (*i.e.*, la perdurante esistenza ed evoluzione del metaverso anche quando l'utente non è connesso) e la connessione fra mondi virtuali pienamente interoperabili, tra i quali si realizzi la piena circolazione dei dati e la libertà di movimento degli utenti, con il mantenimento della propria identità digitale. Tra i suddetti elementi, l'interoperabilità – obiettivo che richiede l'elaborazione di *standard* e protocolli condivisi tra i fornitori di servizi, ancora ben lontano dalla concreta realizzazione - rappresenta l'aspetto più problematico e di più difficile realizzazione (si pensi solo alla difficoltà di individuare i soggetti preposti alla definizione degli *standard* di interoperabilità necessari alla realizzazione del metaverso): non a caso, si preferisce usare l'espressione *metaversi* (in luogo del singolare), alludendo all'esistenza, in atto, di più mondi virtuali (offerti da piattaforme come *Second Life*, *The Sandbox*, *Decentraland* o *Somnium*), non ancora dialoganti (in letteratura, per la descrizione del metaverso come insieme di mondi virtuali

sensazione di un'effettiva interazione con gli oggetti e con gli altri individui presenti nello spazio virtuale, come se si trovassero fisicamente nel medesimo luogo. In sintesi, dunque, il metaverso può essere considerato come un mondo virtuale immersivo, realistico e perdurante, basato su tecnologie 3D, nel quale le persone possono vivere, attraverso il proprio *avatar*, esperienze *online* che vengono percepite come molto simili (se non quasi identiche) a quelle cui si può accedere nel mondo reale. In questo senso, il metaverso dà luogo ad una sorta di affascinante compenetrazione tra realtà fisica e realtà virtuale, che non trova precedenti nelle applicazioni *online* sino ad oggi conosciute⁶.

Sebbene le attuali soluzioni tecnologiche siano, allo stato, alquanto embrionali (sia dal punto di vista grafico, sia quanto a grado di immersività, mancando ancora la possibilità di esperienze che coinvolgano tutti e cinque i sensi), obbligando gli studiosi a ragionare in termini futuristici, l'interesse nei confronti del metaverso (e, correlativamente, gli investimenti nelle relative tecnologie abilitanti) è in rapida crescita, anche in ragione del vastissimo ventaglio di possibilità che i mondi virtuali sono in grado di aprire. È noto, ad es., che l'accesso al metaverso, mediante apposite piattaforme, può rivelarsi particolarmente utile nei settori della cultura e dell'istruzione, in quanto consente di visitare un monumento, un museo o un sito archeologico secondo modalità del tutto innovative e particolarmente coinvolgenti (vale a dire, mediante un *tour* immersivo e interattivo che non può essere minimamente paragonato agli strumenti sino ad oggi utilizzati per l'apprendimento)⁷,

interconnessi, L. Floridi, *Metaverse: A matter of eXperience*, 2022, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4121411>). Il punto di arrivo dovrebbe essere rappresentato, in un arco temporale non brevissimo, dalla piena interconnessione dei diversi mondi virtuali all'interno di un unico ambiente, coincidente con il *web 4.0* (F. Di Porto, D. Foà, *Defining virtual worlds: main features and regulatory challenges*, luglio 2023, disponibile su www.cerre.eu).

⁶ Per un inquadramento generale, arricchito anche da interessanti riferimenti all'esperienza concreta, F. Sarzana di S. Ippolito, M. G. Pierro, I. O. Epicoco, *Il diritto del metaverso. NET, DeFI, GameFi e privacy*, Torino, 2022, p. 4 ss.

⁷ Non a caso, il *British Museum* starebbe progettando di accedere al metaverso mediante una *partnership* con la piattaforma *The Sandbox*, finalizzata a garantire agli utenti la fruizione delle proprie collezioni tramite nuove esperienze immersive.

in grado di superare, peraltro, ogni barriera spaziale e geografica. Allo stesso modo, il metaverso può essere sfruttato per la formazione e il *training* di specifiche categorie di lavoratori, specialmente se esposte a elevati rischi professionali: i chirurghi o gli appartenenti alle forze dell'ordine, ad es., potrebbero esercitarsi in appositi spazi virtuali (effettuando interventi su pazienti digitali o affrontando situazioni pericolose in ambienti simulati), senza alcun rischio per la propria o per l'altrui vita⁸. E molti altri esempi potrebbero aggiungersi, dal *gaming* all'*e-commerce*, dall'industria manifatturiera alle arti visuali, fino alla realizzazione di avanzate forme di interazione tra cittadini e pubblica amministrazione⁹.

Come accaduto con l'avvento di Internet, anche le nuove tecnologie in esame presentano potenzialità in larga misura imprevedibili. Lecito, pertanto, porre l'accento sui benefici sociali ed economici del metaverso¹⁰, ma non può certo trascurarsi, al contempo, l'altra faccia della medaglia, rappresentata dai seri rischi collegati ad uno sviluppo incontrollato dei *virtual 3D worlds*¹¹.

In effetti, al di là dello specifico campo di applicazione (istruzione, salute, pubblica amministrazione, ecc.), l'impiego delle tecnologie a supporto del metaverso ingenera, limitando l'attenzione agli aspetti meramente giuridici¹², una serie di problematiche comuni, che si può tentare di sintetizzare come segue:

- *data protection*. L'accesso al metaverso implica la comunicazione di massicce quantità di dati personali (inclusi dati sensibili, concernenti, ad es., le condizioni di

⁸ Il caso riguarda, peraltro, anche il settore bancario: *Bank of America*, ad es., sta adottando l'intelligenza artificiale e la realtà virtuale per la formazione del proprio personale, giacché gli impiegati potrebbero essere istruiti, in diversi scenari virtuali, su come interagire con clienti aggressivi o su come comportarsi in situazioni eccezionali (ad es., rapine o assalti agli sportelli).

⁹ Sul punto v. ancora Commissione europea, *An EU Initiative on Web 4.0 and virtual worlds*, cit., p. 2.

¹⁰ Si stima che la dimensione del mercato mondiale dei mondi virtuali, calcolata in 27 miliardi di euro nel 2022, aumenterà ad oltre 800 miliardi di euro nel 2030, con aumento esponenziale dei posti di lavoro nel settore della realtà estesa.

¹¹ Diffusamente, sul punto, I. Hupont Torres et al., *Next Generation Virtual Worlds: Societal, Technological; Economic and Policy Challenges for the EU*, European Commission, JRC Science for Policy Report, 2023, p. 32 ss.

¹² In disparte, dunque, dai relevantissimi aspetti etici e sociologici, riguardanti il pericolo di dipendenza dalle nuove tecnologie e di sempre maggiore allontanamento degli utenti dalla realtà materiale.

salute dell'utente), che necessitano di essere trattati in conformità alla legislazione pertinente (in area UE, il GDPR)¹³. Non sempre, tuttavia, l'attuale cornice normativa risulta agevolmente applicabile al contesto della realtà virtuale, ingenerando il dubbio della necessità di opportuni aggiornamenti¹⁴.

- *Security*. Come ogni altra attività *online*, anche il metaverso è esposto a elevati rischi di *cyber-attacks*, frodi, *data breach*, interruzioni, guasti tecnici, ecc. Un buon funzionamento dell'ecosistema del metaverso, pertanto, esige l'adozione di adeguate misure di sicurezza informatica, in difetto delle quali l'ambiente virtuale non sarebbe percepito dagli utenti come sicuro e affidabile.
- *Concorrenza*. Il mercato per i servizi del metaverso rischia di essere caratterizzato dall'affermarsi di posizioni dominanti (occupate dalle grandi aziende che per prime hanno investito nelle nuove tecnologie, guadagnando un importante vantaggio competitivo) e da significative barriere all'entrata, tali da pregiudicare la concorrenza nel mercato stesso, nonché la libertà di scelta dei consumatori. Fondamentale, dunque, si rivelerà il ruolo delle Autorità *antitrust*.
- *Violazioni dei diritti fondamentali della persona (privacy, reputazione, ecc.)*, commesse dalle piattaforme o dai loro *virtual residents*. Il tema si interseca, peraltro, con quello dell'individuazione del più adeguato approccio regolatorio al metaverso, posto che, là dove si privilegiasse un modello basato prevalentemente sull'autoregolamentazione, con poteri di intervento e sanzionatori affidati in via

¹³ La fruizione del metaverso, basata sull'offerta di un'esperienza totalmente immersiva, presuppone la raccolta continuativa di dati fisici e psicofisici dell'interessato (collegati a movimenti corporei, comportamenti e reazioni emotive dell'*avatar*), con il rischio che ogni aspetto della vita di quest'ultimo venga messo a conoscenza del gestore della piattaforma, in difetto peraltro di una disciplina unitaria che regoli il trattamento dei dati all'interno dei mondi virtuali, al di là dei confini spaziali e geografici. Per un approfondimento v. F. Bavetta, *Metaverso e protezione dei dati personali*, in G. Cassano, G. Scorza (a cura di), *Il Metaverso*, Pisa, 2023, p. 173 ss.

¹⁴ G. Cerrina Feroni, *Il metaverso tra problemi epistemologici, etici e giuridici*, in *MediaLaws*, 2023, n. 1, p. 28 ss., si domanda ad es. come gestire i problemi legati alla portabilità dei dati tra metaversi, assicurando il bilanciamento tra diritti di proprietà sui dati e diritti degli utenti, o come individuare le responsabilità delle diverse entità presenti nel metaverso, con ruoli spesso sovrapposti (si pensi, ad es., alla difficoltà di determinare chi siano il responsabile e l'incaricato del trattamento dei dati).

principale ad enti privati anziché a pubbliche autorità, potrebbe non essere assicurata un'efficace protezione dei diritti fondamentali dell'individuo¹⁵.

- *Aterritorialità*. La mancanza di una precisa collocazione geografica del metaverso, ambiente virtuale privo di confini territoriali, rende difficoltoso stabilire quale sia la giurisdizione applicabile, a fronte di comportamenti che possano acquisire rilevanza sul piano giuridico (a livello tanto penalistico quanto civilistico), e quale sia la Corte competente a decidere di eventuali controversie¹⁶.

Le suddette problematiche, connesse all'inedita e ancora non del tutto chiara portata del fenomeno, inducono a interrogarsi su quale sia il più appropriato approccio regolatorio al metaverso, essendo controverso, innanzitutto, se esso richieda o meno specifiche regole, ritagliate sulle sue peculiarità strutturali¹⁷.

Può rammentarsi, ad es., che le istituzioni europee, pur avendo manifestato una certa sensibilità verso l'argomento, sembrano orientate, per il momento, a non adottare disposizioni *ad hoc*, ritenendo che le regole di taglio orizzontale che compongono l'attuale quadro normativo (si pensi a GDPR, DORA, DMA e DSA) siano sufficienti a risolvere le problematiche sollevate dai mondi virtuali. Il rischio, tuttavia, è che, in una dimensione (virtuale) priva di ancoraggio ad uno specifico territorio (e, dunque, difficilmente assoggettabile a precetti condivisi ed unitari), i poteri regolatori e sanzionatori di natura privata, esercitati dai gestori delle *metaverse platforms*, possano acquisire importanza di gran lunga preminente rispetto alla normazione degli Stati, permettendo a queste ultime di selezionare e attribuire un ordine di

¹⁵ In generale, su tali aspetti, L. Di Majo, *L'art. 2 della Costituzione e il "Metaverso"*, in *MediaLaws*, 2023, n. 1, p. 35 ss.

¹⁶ Non a caso, la difficoltà di offrire al quesito una soluzione certa ha indotto parte della dottrina a suggerire il recupero del principio di giurisdizione (penale) universale, che consente ad uno Stato di avviare un processo per reati particolarmente gravi, commessi da qualunque persona in qualunque parte del mondo, seppur in assenza di qualsiasi criterio di collegamento tra lo Stato del foro e la fattispecie criminosa (R. Moro Visconti, A. Cesaretti, *Il Metaverso: profili di valutazione economica*, in G. Cassano, G. Scorza (a cura di), *Il Metaverso*, cit., p. 50).

¹⁷ Il tema della necessità di un'apposita regolamentazione per il metaverso è trattato da A.C. Nazzaro, *Le regole del metaverso tra legge esistente e progetti futuri*, testo della relazione al Convegno *Gli stati generali del diritto di Internet*, Roma, 1-3 dicembre 2022 (www.dirittodiinternet.it).

priorità ai diritti degli utenti, secondo criteri che appaiono, peraltro, scarsamente intellegibili e ancor meno contestabili¹⁸. Tali pervasivi poteri, dunque, necessitano di essere controbilanciati dalla legislazione statale, il cui irrinunciabile compito, nel contesto sin qui rappresentato, resta quello di imporre il rispetto dei valori fondamentali e la protezione dei diritti dei singoli.

3. Come già accennato, il metaverso può avere numerosissimi campi di applicazione, spazianti indifferentemente dal settore privato a quello pubblico. Negli ultimi anni, grazie alle sofisticate tecnologie sulle quali i mondi virtuali sono costruiti, anche la fornitura di servizi finanziari ha cominciato a farsi strada, utilizzando nuove modalità operative che potrebbero addirittura condurre, secondo le previsioni più futuristiche, ad un ecosistema finanziario totalmente innovativo (c.d. *MetaFi*), nel quale troverebbe altresì spazio l'offerta di servizi differenti da quelli disponibili nel mondo reale¹⁹.

Sotto il profilo prettamente giuridico, ciò significa che, in aggiunta alle regole di carattere generale cui si è in precedenza accennato, dovrebbe essere preso in considerazione - e adattato, ove necessario, al nuovo contesto virtuale - anche il regime speciale concernente la prestazione di servizi finanziari (incluse le norme su autorizzazioni, regole di condotta, requisiti di trasparenza e attività di supervisione). Ora, volendo concentrare specificamente l'attenzione sui servizi bancari, possiamo osservare come gli enti creditizi (al pari di altri intermediari finanziari) stiano facendo ingresso nel metaverso in modi alquanto differenziati.

¹⁸ G. Nava, L. Tomazzoli, *Il Metaverso e i diritti degli utenti*, in G. Cassano, G. Scorza (a cura di), *Il Metaverso*, cit., p. 147. Sulla natura "dittatoriale" dei poteri regolatori dei gestori dei metaversi, la cui forza economica è tale da riuscire addirittura ad invertire i rapporti con gli Stati, imponendo le proprie regole, v. G. Lemme, *La transizione giuridica. La crisi del diritto di fronte alla sfida tecnologica*, Torino, 2023, p. 166 ss.

¹⁹ M. Raffi Hasta Anggara et al., *The presence of commercial banks in metaverse's financial ecosystem: opportunities and risks*, in *Journal of Central Banking Law and Institutions*, Vol. 1, 3, 2022, p. 419, ove si evoca la creazione di un nuovo ecosistema finanziario, definito *Metaverse Finance (MetaFi)*, frutto della combinazione fra *Decentralized Finance (DeFi)*, *Centralized Finance (CeFi)* e *Traditional Finance (TradFi)*.

É noto, ad esempio, che gli utenti del metaverso abbiano la possibilità di acquistare immobili o terreni virtuali (la cui natura è quella degli NFTs), utilizzabili come gallerie d'arte, negozi, arene per concerti o destinazioni di altro tipo. Ebbene, negli ultimi anni, anche gli istituti di credito hanno cominciato ad acquisire proprietà immobiliari virtuali che possano fungere da punti di incontro o da aree espositive, nell'intento di promuovere e rafforzare il proprio *brand* nel metaverso²⁰.

In secondo luogo, alcune banche stanno pianificando di aprire nel metaverso delle filiali virtuali, presso le quali erogare servizi bancari (concessione di crediti, apertura di conti di pagamento, ecc.) ai residenti virtuali²¹. Queste *virtual branches* riprodurrebbero nella dimensione digitale l'organizzazione di una filiale reale e, accedendo alle stesse, i clienti avrebbero modo di interagire con il personale dell'intermediario, tramite i rispettivi *avatar*, e ottenere assistenza per concludere contratti o singole operazioni bancarie²².

Ancora, alcuni istituti stanno valutando di creare la loro piattaforma proprietaria, con il proposito di costruire un'estensione virtuale della propria sede fisica, che sia accessibile ai loro clienti²³.

In altri casi, infine, gli intermediari si cimentano nella fornitura di nuovi servizi

²⁰ JP Morgan, ad es., possiede uno spazio (la *virtual lounge Onyx*) nel centro commerciale virtuale *Metajuku*, creato sulla piattaforma *Decentraland*, mentre i colossi finanziari *HSBC* e *Siam Commercial Bank* hanno acquistato delle *lands* su *The Sandbox*. Si presume che questi spazi virtuali, allo stato concepiti come meri *meeting points*, destinati all'interazione con gli appassionati di *e-sports* e *gaming*, saranno in futuro trasformati in vere e proprie filiali virtuali (v. *infra*), in grado di offrire servizi e prodotti bancari alla clientela di tali intermediari.

²¹ La sud-coreana *Kookmin Bank*, ad es., nel 2021 ha creato una *virtual financial city*, che comprende un *financial centre*, un *auditorium* e un *telecommuting centre*. I clienti hanno dunque la possibilità di accedere ad una *virtual bank*, composta da ambienti distinti, dove è possibile ottenere informazioni personalizzate di natura finanziaria, interagire con un *financial advisor* o porre in essere operazioni bancarie con l'assistenza di un *avatar*.

²² In tal modo, le banche potrebbero espandere la propria attività senza essere appesantite dall'apertura di una rete fisica di uffici (e dai relativi costi), secondo il modello della c.d. *branchless bank*. Operando nel metaverso, invero, gli enti creditizi non avrebbero alcuna necessità di costruire una vasta rete di filiali per distribuire i loro prodotti e servizi, essendo sufficiente l'apertura di poche *virtual branches* in grado di servire clienti da ogni parte del mondo.

²³ É il caso della società di intermediazione mobiliare sud-coreana *NH Investment & Securities*, della spagnola *imagin* (creatrice di *imagin.Land*) e dell'indiana *Kia.ai* (realizzatrice di *Kiyaverse*).

digitali, fruibili nel peculiare ecosistema del metaverso, come la custodia dei *digital assets* acquistati dalla propria clientela²⁴, l'erogazione di servizi di *credit scoring* fondati sull'intelligenza artificiale o lo sviluppo di innovative soluzioni di pagamento *blockchain-based*²⁵.

I mondi virtuali, insomma, suscitano grande interesse negli enti creditizi e attraggono ingenti investimenti anche da parte del settore finanziario. Nondimeno, lo sviluppo di tali opportunità esige altresì la conformità alle regole settoriali dettate per l'attività bancaria e finanziaria, ciò rappresentando il necessario prerequisito per la prestazione di servizi nei confronti del pubblico.

Nel prosieguo della trattazione, pertanto, cercheremo di evidenziare alcuni dei principali ostacoli che si frappongono all'erogazione di servizi bancari nell'arena virtuale, per come scaturenti dall'assenza di un quadro regolamentare ben definito.

4. Come dianzi osservato, un primo passo in direzione dello sviluppo del *metaverse banking* è dato dall'accessibilità di aree virtuali nelle quali i clienti possano entrare in contatto con l'intermediario creditizio e con i servizi dallo stesso prestati.

Il vero punto di svolta, con riguardo alla materia in esame, è tuttavia rappresentato dall'apertura di filiali virtuali, ossia apposite strutture presso le quali i clienti della banca possano avere accesso a servizi e operazioni bancarie e finanziarie, nello stesso modo – e con gli stessi benefici - in cui ciò potrebbe accadere nel mondo fisico. In altri termini, le filiali operative nel metaverso potrebbero consentire l'apertura di un conto bancario, l'inoltro di una richiesta di finanziamento o l'erogazione di consulenza specialistica attraverso gli *avatar* delle parti coinvolte (il cliente, da un lato, il funzionario bancario, dall'altro), superando ogni limite spaziale e territoriale. Anzi, a quest'ultimo proposito, va sottolineato come proprio la nozione di

²⁴ In questa direzione si stanno muovendo la svedese *Mercobank* e la tedesca *Commerzbank*.

²⁵ Sulle possibilità di sviluppare nuovi prodotti, v. Avanaide, *Working in the metaverse: How banks can create value*, 2022, p. 6

attività *cross-border*, oggetto di numerose disposizioni normative volte a disciplinare l'operatività degli intermediari al di fuori dei propri confini nazionali, finisca col risultare problematica, posto che lo spazio virtuale è, piuttosto, un non-spazio privo di confini geografici, ove l'unico riferimento ad uno specifico territorio può essere rappresentato, al più, dalla nazionalità della banca e/o del cliente.

Ciò solleva alcune questioni, riguardanti tanto la nozione di filiale virtuale quanto la relativa attività, che qui di seguito, sia pure senza pretese di completezza, ci ripromettiamo di illustrare.

4.1. Secondo il diritto bancario europeo, una filiale è «una sede di attività che costituisce una parte priva di personalità giuridica di un ente e che effettua direttamente, in tutto o in parte, le operazioni inerenti all'attività dell'ente» (art. 4 CRR). Essendo basata essenzialmente sul tipo di attività da esercitare (vale a dire, la stessa della casa-madre, anche solo in parte), tale definizione potrebbe ricomprendere, in linea teorica, anche le *virtual branches*, a condizione che le stesse siano in grado di fornire servizi bancari nel metaverso. Nondimeno, è pacifico che la nozione di succursale postuli la presenza di uno stabilimento fisico (*i.e.*, una struttura operativa permanente, situata in uno specifico territorio), presso il quale la banca possa prestare *face-to-face services* ai propri clienti (è il modello che la dottrina aziendalistica definisce *brick and mortar*)²⁶. D'altra parte, se prendiamo in considerazione le attività bancarie *cross-border* a livello UE, siffatta nozione di succursale risulta coerente con la basilare distinzione, contemplata già dalla II

²⁶ La succursale deve rappresentare, in altri termini, una sede secondaria operativa, che svolge in modo permanente, nei confronti del pubblico, l'attività della banca. Ciò richiede, pertanto, la presenza di un'organizzazione stabile su un determinato territorio, la presenza di personale della banca presso il punto operativo (non rientrano nella definizione di succursale, infatti, gli sportelli automatici presso i quali non è presente personale dell'intermediario) e lo svolgimento di attività bancaria presso il pubblico (non costituiscono succursali, non a caso, gli uffici di rappresentanza che le banche utilizzano esclusivamente per lo svolgimento di attività promozionale e di *marketing*, neanche se aperti al pubblico). Cfr. circolare Banca d'Italia n. 285/2013, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Parte I, Titolo I, cap. 5.

direttiva in materia bancaria (1989/646/CEE), fra il principio della libertà di stabilimento e il principio della libertà di prestazione dei servizi: il primo, infatti, presuppone proprio che l'intermediario stabilisca una struttura fisica (o una presenza permanente) nel territorio di un altro Stato membro, là dove ciò non è affatto richiesto dal secondo.

Ora, dato che l'esistenza di un'organizzazione materiale e stabile è elemento qualificante della nozione giuridica di filiale bancaria, sembra doversi concludere che l'istituzione di una succursale, per come tradizionalmente intesa, non sia concepibile nella dimensione meramente digitale del metaverso. E tuttavia, è lecito domandarsi se, alla luce del processo di evoluzione tecnologica del comparto bancario sin qui descritto, non sia il caso di ampliare la nozione di succursale sino a ricomprendervi anche una struttura virtuale (se del caso, un duplicato digitale di una filiale reale, in grado di replicare la stessa attività svolta da quest'ultima). Opzione che, se scelta in senso affermativo, consentirebbe di applicare la disciplina in materia di vigilanza sulle articolazioni periferiche degli enti creditizi anche alle "sedi" sprovviste di materialità.

Anche volendo accedere a tale ipotesi, tuttavia, resterebbero da risolvere molteplici problemi di ordine giuridico. Ad esempio, appurato che il metaverso costituisce uno spazio interconnesso privo di confini geografici, come garantire il rispetto degli obblighi legali di autorizzazione/notificazione previsti dalla legislazione bancaria (europea e nazionale) sullo stabilimento delle succursali?²⁷ E in particolare, quale criterio dovrebbe essere utilizzato, nella dimensione aterritoriale di cui si tratta, per identificare il paese ospitante (che sia uno Stato membro o un paese terzo) e assicurare, quindi, la conformità con le suddette obbligazioni?

²⁷ Non potendo descrivere in dettaglio il regime normativo in materia di succursali (sul quale ha inciso in maniera significativa, peraltro, l'istituzione del MVU, con la prevista attribuzione di poteri di vigilanza alla BCE), si rinvia a D. Rossano, *Art. 15*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* dir. da F. Capriglione, Milano, 2018, t. I, p. 189 ss.; A. Benocci, *Art. 15*, in S. Bonfatti, *Commentario al Testo Unico bancario* coord. da G. Falcone, Pisa, 2021, p. 85 ss.

Alla luce di tali interrogativi, sembrerebbe dunque più appropriato – se non inevitabile - fare ricorso, nella specie, al principio di libera prestazione di servizi, tanto più che, allo stato dell'arte, l'offerta di servizi bancari nel metaverso evoca in modo più immediato la tradizionale operatività *online* delle banche che non quella in presenza, concretizzando una sorta di progressione dell'ormai noto fenomeno del *digital banking*. Anche tale (riduttiva) conclusione, tuttavia, finisce col sollevare dubbi, e ciò per almeno un paio di ragioni: *i)* nel settore bancario, la libertà di prestazione dei servizi è nozione non priva di ambiguità, potendo risultare difficoltoso stabilire, in concreto, se e quando un servizio possa effettivamente ritenersi offerto (senza stabilimento) in un altro Stato²⁸, con conseguente applicazione, in tal caso, della disciplina dettata per le attività transfrontaliere²⁹; *ii)* gli obblighi (di autorizzazione/notificazione) previsti dalla normativa bancaria dell'UE in materia di libera prestazione dei servizi sono analoghi a quelli fissati in tema di libertà di

²⁸ Le citate *Disposizioni di vigilanza* della Banca d'Italia (circolare n. 185/2013), in particolare, prevedono che la disciplina della prestazione di servizi senza stabilimento si applica anche ai servizi bancari e finanziari erogati mediante mezzi di comunicazione telematica, là dove si ravvisi l'esistenza di una iniziativa commerciale nel territorio del destinatario, contenente un invito a concludere il contratto, e l'offerta di servizi preceda lo spostamento fisico del prestatore per la conclusione del contratto o quest'ultimo possa essere concluso a distanza (cioè, senza la contestuale presenza del prestatore del servizio e del cliente), essendo in tal caso sufficiente l'invito a contrarre manifestato nel paese del destinatario (Parte I, Titolo I, cap. 6). Si badi inoltre che, secondo le disposizioni Banca d'Italia sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari (Sezione V, par. 2.1.1), l'offerta tramite internet può considerarsi svolta in Italia quando l'intermediario esercita effettivamente la propria attività sul territorio italiano, anche se la tecnologia di supporto del sito o il luogo dal quale lo stesso è accessibile si trova in altro Stato, o se l'offerta è rivolta a soggetti residenti o aventi sede in Italia (come può desumersi, ad es., dal fatto che la stessa sia espressa in lingua italiana, dalla diffusione di informazioni pubblicitarie in Italia o dalla reperibilità del sito tramite motori di ricerca italiani), anche se l'intermediario esercita costantemente la propria attività in tutto o in parte al di fuori del territorio italiano. L'offerta mediante posta, posta elettronica, telefonia o altre tecniche di comunicazione a distanza che consentono comunicazioni individuali, invece, configura un'attività svolta in Italia quando i destinatari sono residenti o hanno sede in Italia.

²⁹ È controverso, infatti, se i servizi finanziari prestati a distanza costituiscano prestazione di servizi senza stabilimento solo quando ricorrano indici di una presenza fisica del fornitore nello Stato ospitante, ossia di un'organizzazione, sia pure temporanea, nel territorio straniero. Nella prassi si ravvisano, inoltre, fattispecie di difficile qualificazione, come ad es. le attività a distanza mediante mezzi di telecomunicazione, rispetto alle quali non sempre è chiaro se le stesse debbano intendersi svolte nel paese di residenza del cliente o in quello di stabilimento dell'intermediario.

stabilimento³⁰, sicché si ripropongono, ancora una volta, le medesime difficoltà descritte con riguardo all'insediamento di succursali.

Ferme le difficoltà sopra rappresentate, pare comunque a chi scrive che l'applicabilità della disciplina della prestazione di servizi senza stabilimento rappresenti, al momento, la soluzione preferibile, a meno di non volere ritenere che le attività bancarie svolte nel metaverso sfuggano, in quanto tali, (anche) al regime sopra indicato e, quindi, ai poteri di controllo e di intervento attribuiti in tale ambito alle autorità di supervisione.

4.2. Come in precedenza chiarito, agli utenti di servizi nel metaverso è garantita un'esperienza sensoriale che si colloca a metà strada tra quelle digitali e quelle fisiche (*phygital* è il neologismo coniato per descrivere la commistione tra i suddetti piani). Invero, il fatto che le negoziazioni possano avere luogo in un contesto tridimensionale, mediante *avatar* in grado di rappresentare in modo assai fedele le parti coinvolte, rende tale esperienza di gran lunga più realistica di ogni altra alternativa *online* o virtuale finora conosciuta.

L'elevato grado di immersività tipico della dimensione del metaverso, tuttavia, induce a chiedersi se, a dispetto dell'apparenza, le negoziazioni ivi svolte (e, più specificamente, le transazioni bancarie) possano essere effettivamente considerate come negoziazioni a distanza, o se le stesse recuperino, piuttosto, il connotato della fisicità³¹.

L'interrogativo è tutt'altro che ozioso. Dal punto di vista giuridico, invero, una corretta qualificazione delle transazioni bancarie effettuate nel metaverso ha

³⁰ Per indicazioni più precise sugli oneri procedurali da rispettare v. A. Benocci, *Art. 16*, in S. Bonfatti (a cura di), *Commentario al Testo Unico Bancario*, cit., p. 91 ss.

³¹ Viene spesso evidenziato, del resto, come i servizi bancari nel metaverso, rispetto al tradizionale *online banking* (caratterizzato dall'impersonalità del servizio e, correlativamente, da un certo distacco emotivo fra le parti), consentirebbero di restituire "umanità" alla relazione banca-cliente, combinando in modo inedito i vantaggi del digitale con i benefici di un rapporto maggiormente personalizzato ed empatico (M. Abbot, *The Metaverse Has Got Banks Thinking About A Radically Different Future*, 14 settembre 2022, www.forbes.com).

importanti implicazioni pratiche. Ad esempio, ove si dovessero equiparare queste ultime a negoziazioni eseguite nel mondo reale, in considerazione di una sorta di simultanea presenza delle parti nello stesso luogo (non materiale), verrebbe con ogni evidenza esclusa l'applicazione del regime della vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori (ad oggi, direttiva 2002/65/CE). Per converso, ove si assumesse – come pare preferibile – che le parti di una transazione effettuata in ambiente virtuale, per quanto realistico, non possano ritenersi contestualmente presenti nello stesso posto, le anzidette norme non potrebbero non applicarsi (in quanto riferite, com'è appena il caso di rammentare, ai contratti conclusi mediante tecniche di comunicazione che non richiedono la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore).

Anche in tale ipotesi, tuttavia, sorgerebbero non poche difficoltà. Nell'ottica di proteggere i consumatori da tecniche commerciali intrinsecamente "pericolose", infatti, la disciplina delle vendite a distanza di servizi finanziari si basa essenzialmente sull'imposizione al fornitore di dettagliati obblighi di informazione (da adempiere tendenzialmente prima che il contratto sia concluso), nonché sulla predisposizione di peculiari rimedi a vantaggio del consumatore, come la possibilità per quest'ultimo di recedere dal contratto entro un periodo di tempo predeterminato (di norma, 14 giorni). Occorrerebbe verificare, nondimeno, in quale misura queste previsioni siano compatibili con i meccanismi di funzionamento dei mondi virtuali e come contemperare i menzionati diritti e doveri delle parti con una dimensione talmente innovativa come quella del metaverso. In altri termini, potrebbe risultare necessario adattare, sotto alcuni profili, l'attuale quadro normativo al nuovo ecosistema virtuale, valorizzandone gli specifici aspetti strutturali e operativi³². Esigenza che non sembra

³² A tal riguardo cfr. G. Nava, L. Tomazzoli, *Il Metaverso e i diritti degli utenti*, cit., p. 170, ove si osserva come gli obblighi di informativa precontrattuale appaiono particolarmente difficili da conciliare con una realtà immersiva e tridimensionale, potendo risultare complesso fornire ai consumatori un'adeguata indicazione di tutte le informazioni relative al professionista, alle modalità di pagamento, all'esercizio del recesso, ecc.; v. anche C.A. Mauro, V. Lemma, *Metaverse. Economic*

potersi escludere, peraltro, neanche a seguito dell'adozione della recentissima dir. (UE) 2023/2673 del 22 novembre 2023 (che abroga la dir. 2002/65/CE a decorrere dal 19 giugno 2026)³³: sebbene alcune delle disposizioni di nuovo conio rivestano sicura rilevanza anche nella materia che ci occupa³⁴, infatti, va comunque dato atto che le stesse non prendono in specifica considerazione le tecniche di negoziazione in ambienti virtuali, con la conseguenza che, nell'eventualità di una maggiore diffusione di queste ultime, potrebbero richiedersi ulteriori aggiustamenti sul piano normativo.

4.3. Com'è noto, la legislazione bancaria e finanziaria non è affatto neutrale rispetto alle diverse tipologie di clienti degli intermediari, le cui qualifiche soggettive assumono rilevanza ai fini dell'applicazione di regimi normativi differenziati. Molte previsioni, infatti, riguardano specificamente quei soggetti che possono essere classificati come consumatori, o tengono conto, più in generale, del bisogno di protezione delle categorie di clienti più vulnerabili (si pensi, ad es., alla MD, alla CCD o alla MiFID)³⁵. Ne discende che una corretta *customer identification* diviene necessaria

entropy and market regulation process, in Open Review of Management, Banking and Finance, 2 maggio 2023 (disponibile all'indirizzo <https://openreviewmbf.org>).

³³ Per esteso, *Direttiva (UE) 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE*. La direttiva, adottata al duplice scopo di razionalizzare il quadro normativo preesistente (caratterizzato da notevoli sovrapposizioni tra la legislazione settoriale dell'UE e la dir. 2002/95/CE) e tenere conto degli sviluppi tecnologici del mercato dei servizi finanziari impressi dalla digitalizzazione, dovrà essere recepita entro il 19 dicembre 2025, con disposizioni che diverranno applicabili a far data dal 19 giugno 2026.

³⁴ Tenuto conto, ad es., della particolare insidiosità delle tecniche di comunicazione nel metaverso (potenzialmente utilizzabili in modo tale da sfruttare le vulnerabilità del singolo consumatore: v. nota seguente), rilevano in special modo le disposizioni volte a migliorare l'equità *online* in caso di acquisti di servizi finanziari per via elettronica. Più in dettaglio, la direttiva prevede che il professionista debba adempiere specifici obblighi informativi e di assistenza anche quando fornisce spiegazioni al cliente avvalendosi di servizi automatizzati di consulenza (*robo-advice*) o di aiuto alla clientela (*chatbot*), salva tuttavia la facoltà del consumatore di richiedere l'intervento umano, onde poter interagire con una persona che rappresenta il professionista. Per altro verso, vengono introdotte regole di protezione supplementare, secondo le quali gli Stati membri devono vietare ai professionisti che concludano servizi finanziari a distanza di usare la propria interfaccia *online* in modo da falsare o compromettere la capacità dei consumatori di adottare decisioni libere, consapevoli e informate.

³⁵ Problema che, nell'ambiente dei mondi virtuali, è acuito dalle particolari modalità di interazione tra intermediario e cliente che ivi si realizzano, dalla forte personalizzazione dei servizi (ritagliati sul

per stabilire, ad es., se un particolare regime di tutela debba o meno essere applicato.

Ad oggi, l'identificazione dell'utente nel metaverso è affidata alle piattaforme che gestiscono l'accesso alla dimensione virtuale ed avviene, pertanto, in base a norme di natura contrattuale e a sistemi automatizzati fondati su avanzati modelli di intelligenza artificiale. Alle piattaforme, nella stessa ottica, è altresì attribuito il potere di adottare misure restrittive o sanzionatorie, potendo le stesse decidere, per esempio, di sospendere o di espellere gli utenti che si siano comportati in modo non corretto. Sta di fatto, comunque, che gli strumenti di identificazione del cliente nel metaverso non sono così efficaci come quelli di norma adottati in ambito finanziario (si pensi solo, a quest'ultimo proposito, alle sofisticate procedure di *strong customer authentication* in uso nel settore dei servizi di pagamento³⁶).

La fornitura di servizi bancari in ambienti virtuali, insomma, necessita dell'attribuzione di un'identità univoca a ciascun cliente (al fine di garantire, in sostanza, l'identificabilità dell'*avatar* in termini certi), in primo luogo per consentire l'applicazione della disciplina più pertinente (ad es., il regime consumeristico), poi anche per ulteriori e non meno importanti ragioni, quali la prevenzione dell'uso dell'ecosistema del metaverso per scopi criminali (riciclaggio del denaro, frodi finanziarie, ecc.) o, in termini più generali, l'attribuzione di responsabilità individuali³⁷. Occorrerà dunque individuare, anche sotto tale specifico profilo, soluzioni tecniche affidabili e condivise, che siano in grado di colmare, nel tempo, le suddette lacune³⁸.

singolo utente, traendo vantaggio, se del caso, anche dall'individuazione di determinati *bias* comportamentali) e, più in generale, dal potenziale sfruttamento dello stato di vulnerabilità in cui quest'ultimo si trova (anche in ragione dell'inconsapevole assoggettamento ad avanzate tecniche di profilazione, basate sull'acquisizione di dati personali). Tali elementi comportano, infatti, che l'utente digitale possa non essere pienamente consapevole dei rischi connessi ad un determinato servizio finanziario, allorquando commercializzato in un ambiente virtuale immersivo.

³⁶ V. art. 97 dir. (UE) 2015/2366 (PSD2) e Reg. delegato (UE) 2018/389 del 27 novembre 2017.

³⁷ I. Hupont Torres et al., *Next Generation Virtual Worlds*, cit., p. 53 ss.

³⁸ In quest'ottica è stato proposto, ad es., di adottare una specifica misura di *strong customer authentication*, adeguata alle caratteristiche del metaverso, che possa servire a riconoscere, ai fini dell'esecuzione dei pagamenti, «l'unicità dello specifico avatar dell'utente, il quale, essendo l'

5. Il metaverso è l'ultima, sorprendente manifestazione di una società digitale in continua evoluzione.

In un'era proiettata verso una rapida affermazione delle realtà immersive, anche l'industria finanziaria è chiamata a cogliere nuove opportunità e ad affrontare sfide del tutto inedite.

Se intendono trarre vantaggio dai mondi virtuali tridimensionali, pertanto, le banche, al pari di altri enti del settore finanziario, dovranno sforzarsi di adattare l'offerta dei propri servizi all'ecosistema virtuale, esplorando nuovi modelli di *business* e sfruttando al massimo le tecnologie di ultima generazione (prima fra tutte la *blockchain*, che si dimostra particolarmente adatta a supportare le transazioni finanziarie nel metaverso, specie se basate sull'uso di criptovalute³⁹).

Le istituzioni finanziarie dovranno altresì impegnarsi per fissare *standard* comuni di affidabilità e sicurezza, dal momento che i tradizionali protocolli e soluzioni IT potrebbero rivelarsi inadeguati a proteggere gli utenti del metaverso da potenziali rischi o minacce informatiche. L'interazione con i residenti virtuali, inoltre, richiede un approccio innovativo da parte dei prestatori di servizi e l'industria finanziaria sarà quindi obbligata a sviluppare nuove strategie e nuove forme di comunicazione, se vorrà soddisfare i bisogni dei clienti.

Al contempo, come in precedenza accennato, nuove ed allettanti opportunità potranno scaturire dalla connessione tra metaverso e comparto finanziario: le banche potrebbero creare, invero, prodotti appositamente strutturati per i *virtual 3D worlds*, facilitando, ad es., la concessione di particolari finanziamenti per i clienti dell'arena virtuale, o sviluppando nuovi servizi digitali.

“impersonificazione” stessa del cliente fisico, avrà un NFT unico ed inconfondibile, tale per cui allo stesso sarà associata una sola, unica e specifica identità» (A. Del Forno, *Il sistema del credito e la sfida del metaverso*, in G. Cassano, G. Scorza (a cura di), *Il Metaverso*, cit., p. 374).

³⁹ Sulla *blockchain* come tecnologia idonea a consentire, per le sue specifiche caratteristiche (decentralizzazione e interoperabilità), la creazione di un mondo alternativo, v. C. Galli, *Blockchain, NFT e metaverso, tra tecnica e innovazione giuridica*, 11 luglio 2022 (www.altalex.com).

Data la complessità del fenomeno, è facile immaginare che gli istituti finanziari debbano anche avviare forme di cooperazione o di *partnership* con *tech firms* e *start-ups* innovative, onde favorire una più rapida ed efficace implementazione delle nuove tecnologie immersive e accelerare la comprensione delle peculiari dinamiche di funzionamento del metaverso.

Un nuovo mondo sta emergendo e l'unico dato che può dirsi certo, in un contesto caratterizzato ancora da ampi margini di imprevedibilità, è che le banche dovranno compiere un grosso sforzo nella direzione sopra suggerita, se davvero intendono cogliere le sconfinite opportunità offerte dalla realtà virtuale evoluta.

Francesco Ciruolo

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Messina*

**“ALLA RICERCA DEL TEMPO PERDUTO” NEI MERCATI
FINANZIARI: L’ACCELERAZIONE DIGITALE NEI PAGAMENTI,
NELL’ACCESSO AL CREDITO E NELLA MOVIMENTAZIONE DEI
DEPOSITI ***

*(Financial Services and Digital Acceleration: Payment services,
Consumer Credit, and Bank Deposits)*

ABSTRACT: *Il lavoro esamina come la digitalizzazione abbia modificato e stia continuando a modificare la struttura dei servizi finanziari. Tra le principali modifiche vi è quella della rapidità di erogazione che, se da un lato può rappresentare un vantaggio, dall’altro può generare anche nuove problematiche. Proprio per focalizzare questo aspetto nel lavoro vengono esaminati tre casi: i servizi di pagamento, il credito al consumo e la movimentazione dei depositi. In questi servizi appare particolarmente evidente proprio la contestuale presenza di vantaggi e rischi, specialmente per gli investitori al dettaglio ma non solo, generati proprio dall’inarrestabile accelerazione nella conclusione delle operazioni di pagamento, della valutazione del merito creditizio o della movimentazione dei depositi. Simili dinamiche, come evidenziato nel paper inducono ad una riflessione sulla necessità di una valutazione più attenta del fattore tempo in sede di revisione della normativa attuale nonché di definizione di nuove regole.*

The work examines how digitalization has altered and continues to alter the landscape of financial services. One of the key changes is the speed of delivery, which can be advantageous, but can also give rise to new challenges. The article delves into three cases to shed light on this issue: payment services, consumer credit, and deposit

* Contributo approvato dai revisori.

movements. It's evident that these services present a mix of advantages and risks, particularly for retail investors, as a result of the ever-increasing pace of payment transactions, credit assessments, and deposit movements. The article underscores the need for a more thorough evaluation of the time factor when reassessing current legislation and formulating new regulations.

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione e rilevanza della “riduzione del tempo” nei servizi finanziari 2. Piattaforme e riduzione del tempo tra accelerazione delle decisioni di acquisto e velocizzazione dei pagamenti 3. La “diminuzione” del tempo nel credito digitale: il Buy Now Pay Later 4. “Velocizzazione” del tempo di circolazione delle informazioni, crisi bancarie e corsa digitale agli sportelli 5. Qualche riflessione conclusiva.

1. La digitalizzazione ha profondamente cambiato l’assetto dei mercati e velocizzato l’offerta di beni e servizi nonché la circolazione e le modalità di ricerca delle informazioni. Proprio la riduzione del tempo¹ sarà oggetto di indagine in questo lavoro in quanto oltre a modificare fisionomia ed erogazione dei servizi ha dato luogo anche ad una inevitabile produzione di riflessi giuridici proprio perché il fattore tempo è elemento costitutivo di ogni fenomeno giuridico² e “misura necessaria alla certezza del diritto o meglio delle situazioni giuridiche”³.

Infatti l’intervallo tra azione ed evento si è ridotto sempre di più alla luce di un

¹ E’ interessante ricordare come nella sua ricostruzione storica Bretonne ricordi come l’importanza dell’accelerazione del tempo non caratterizzi solo la società contemporanea ma vi fosse anche ai tempi della rivoluzione industriale. Vedi M. BRETONNE, *Tempo e ragione giuridica....cit.*, p. 285 ss.

² Sul rapporto tra tempo e diritto esiste un’ampia bibliografia si vedano tra gli altri G. HUSSERL, *Diritto e tempo. Saggi di filosofia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 4 ss.; E. OPOCHER, *Diritto e tempo*, in Riv. intern. fil. Dir. LVIII, 1981, p. 129 ss.; M. BRETONNE, *Tempo e ragione giuridica tra antico e moderno*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2006, p. 285 ss.; L. MENGONI, *Diritto e tempo*, in Jus, 1999, p. 635 ss.; F. MERUSI, *La certezza dell’azione amministrativa tra tempo e spazio*, Dir. amm., 2002, p. 527 ss. nonché gli interventi tenuti nell’incontro di studio su “Diritti e tempo”, pubblicati in Riv. It. per le scienze giur., 12/2021, p. 183 ss. Sulla costruzione giuridica e le modalità di computo del tempo si veda in particolare G. ALPA, *Il calcolo del tempo e le regole del diritto*, Riv. It. per le scienze giur., 2021, p. 189 ss.

³ L’espressione è di S.S. SCOCA, *Il termine come garanzia nel procedimento amministrativo*, in Giustamm, 2005, p. 704 ss.

processo di “istantaneizzazione”⁴ capace di ridisegnare il rapporto tra tempo e diritto fra rischi di rapida obsolescenza della normativa esistente e nuove criticità regolatorie⁵.

Un simile quadro caratterizzato dalla necessità di ripensare e, in alcuni casi introdurre nuove regole, può essere ben sintetizzato dalle parole di Irti laddove sottolineava come “l’età moderna ha esteso al diritto la parola più audace e crudele: “produrre” (...) Le officine giuridiche lavorano in tutte le ore del giorno ed in tutti i luoghi della vecchia Europa: nessuna norma ha privilegio d’immutabilità e d’inviolabilità”⁶.

La progressiva riduzione della dimensione temporale⁷ è stata favorita dalla digitalizzazione e dalla capacità delle piattaforme di imprimere una accelerazione nell’erogazione dei servizi e nella definizione delle scelte da parte dell’utente funzionali ad un consolidamento della loro posizione di forza sul mercato. Una simile assetto viene perseguito attraverso un’offerta di beni e servizi priva di orari, accessibile 24 ore su 24, senza una distinzione in giorno e notte e 7 giorni su 7 e

⁴ Il termine è utilizzato da V. FROSINI, *Temporalità e diritto*, in Riv. Dir. civ, 1999, p.438. Con la riduzione sempre maggiore del tempo appare sempre più difficile individuare quella che G. Husserl indicava come traiettoria temporale dei fenomeni giuridici. Vedi ID., *Diritto e tempo...* cit., p. 4 ss.

⁵ Sulle difficoltà di regolazione dovute ai rapidi mutamenti si veda in particolare F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in questa Rivista 2021, p.241 ss. Com riferimento alle piattaforme esiste una vasta letteratura si vedano tra gli altri S. RANCHORDAS, *Innovation - friendly regulation: the sunset of regulation, the sunrise of innovation*, 2015, e O. LYNSKEY, *Regulating platform power*, 2017, F. PASQUALE, *New economic analysis of law: beyond technology and market design*, 2018, tutti rep. www.ssrn.com; L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in federalismi.it, aprile 2019; ID., *Regolare o non-regolare, ovvero l’economia digitale fra “Scilla e Cariddi”*, in L. AMMANNATI, R. CAFARI PANICO (a cura di), *I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 101 ss. e M. KRETSCHMER, U. FURGAL AND P. SCHLESINGER, *The Emergence of Platform Regulation in the UK: An Empirical-Legal Study*, 2021, www.ssrn.com.

⁶ Irti aggiungeva anche “Ora non restano che incessante produzione e consumo di norme. Le quali perseguono bensì singoli scopi, ed hanno ciascuna (e non potrebbero non avere) specifici sensi, ma rifiutano l’appello dell’unità”. Si veda N. IRTI, *Nichilismo e metodo giuridico*, in Riv. trim. dir. proc. civ. 2002, p.1160 e 1161.

⁷ Per un approfondimento del concetto di tempo e durata si vedano in particolare S. COTTA, *Diritto e tempo. Linee di una interpretazione fenomenologica*, in Riv. int. fil. dir., 1981, p. 122 e L. MENGONI, *Diritto e tempo*, cit. p. 635 ss.

contestualmente mediante “percorsi guidati” di scelta degli utenti⁸. Questi ultimi vengono garantiti attraverso una semplificazione e riduzione della ricerca di informazioni garantita dall’analisi dei dati tramite algoritmi fino alla conclusione della transazione, comprensiva anche di eventuali servizi accessori. Proprio la combinazione di assenza di vincoli orari per accedere ai servizi rafforzata dal *mobile* e personalizzazione tramite analisi algoritmica dei dati rendono una simile impostazione una caratteristica sempre più richiesta dagli utenti

L’efficacia di un acquisto rapido non può prescindere dalla disponibilità di un metodo di pagamento per concludere le transazioni e richiede pertanto un’inclusione dei servizi di pagamento (e non solo) nell’offerta delle piattaforme. L’inclusione e la rilevanza di tali servizi nel loro modello di business delle piattaforme non può però determinare un incremento dei tempi di conclusione delle transazioni per questo, nonostante utilizzando le parole di Ferro Luzzi la finanza sia connotata da “uno svolgimento dei rapporti estremamente rapido”⁹ si osservano nella struttura del pagamento e più di recente anche dell’accesso al credito “nuove misure e scansioni del tempo”¹⁰ capaci di avere riflessi anche sui termini come componenti di fattispecie¹¹.

Per comprendere tali aspetti è utile soffermarsi sui servizi di pagamento e le modalità di offerta nonché su una particolare forma di credito digitale al consumo

⁸ Proprio sulla necessità di regolazione delle piattaforme e sulle modalità mediante le quali attuarle si vedano in particolare L. AMMANNATI, *Regulating or not regulating digital platforms?*, in *Public Law and the Challenges of New Technologies and Digital Markets- vol. 1: Digital Markets*, E. BANI, E. RUTWOWSKA-TOMASREWSKA, B. PACHUCA-SMULSKA (a cura di), C.H. Beck, 2020, A. CANEPA, *I mercanti dell’era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Giappichelli, 2020 e L. AMMANNATI, *I predatori del mercato e i tentativi di cattura*, in L. AMMANNATI – A. CANEPA (a cura di), *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Editoriale Scientifica, 2021, p.13 ss.

⁹ Si veda P. FERRO LUZZI, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, p. 407 ss.

¹⁰ L’espressione è di V. FROSINI, *Temporalità.... cit.*, p. 431 ss.

¹¹ Su quest’aspetto si vedano in particolare S. AMOROSINO, *Il tempo e i termini nelle regolazioni pubbliche delle attività finanziarie*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2017, p. 1 ss. e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il tempo e il diritto. Riflessioni di un giurista*, in M. DE POLI, U. MORERA (a cura di), *La rilevanza del tempo*, cit., p. 1 ss.

quale il Buy Now Pay Later (BNPL). Quest'ultimo proprio per la sua struttura è in grado di garantire quella velocità di grande interesse per le piattaforme e consentire al maggior numero di utenti possibili di concludere una transazione, anche in assenza di una immediata disponibilità economica. Del resto, più celermente avviene l'individuazione del bene da acquistare grazie al percorso "guidato" garantito dalla profilazione e degli algoritmi e più rapidamente si conclude l'acquisto maggiore può risultare anche il numero di transazioni effettuate senza abbandonare la piattaforma. Se anche coloro che dovrebbero attendere la conclusione di un processo "tradizionale" di valutazione del merito creditizio possono disporre di un servizio "veloce", anch'esso offerto dalla piattaforma, le transazioni potrebbero ulteriormente incrementarsi.

Visto il chiaro interesse ad un'erogazione caratterizzata da rapidità delle Big Tech può essere utile soffermarsi più nel dettaglio sulla struttura del servizio e sulle differenti soluzioni adottate anche alla luce del contesto economico e normativo di riferimento. Una simile analisi è utile anche per comprendere se eventuali scelte di accordo con operatori esistenti possa determinare oltre ad una maggiore complessità soggettiva, dovuta all'incremento dei soggetti coinvolti nella catena del valore, anche riflessi sulla disponibilità e sul tempo di conclusione della transazione.

In questo senso può essere utile fare riferimento alle Big Tech di origine statunitense visto che hanno concluso accordi con operatori di pagamento e con piattaforme di credito al consumo, in particolare per il servizio Buy Now Pay Later (BNPL), capaci di determinare una maggiore frammentazione della catena del valore e potenzialmente anche del tempo per l'erogazione del servizio vista la possibilità, insita nello schema del BNPL, di una eventuale cessione ad un terzo del credito.

Vi è però anche un altro caso e cioè la movimentazione dei depositi nel quale si assiste ad una riduzione del fattore tempo. Apparentemente potrebbe sembrare una situazione nella quale le piattaforme non hanno alcun ruolo. In realtà, come sarà

descritto, se ci soffermiamo sui fattori che favoriscono una velocizzazione si evidenzia un ruolo delle piattaforme ed in particolare di quelle di social media.

Nello specifico la movimentazione dei depositi evidenzia tre differenti declinazioni della riduzione del tempo una connessa alla digitalizzazione del servizio ed alle banche digitali, una alla maggiore rapidità di assunzione di decisioni di movimentazione di un deposito anche per l'immediatezza nella circolazione di informazioni rilevanti ed infine una nell'intervento regolatorio in caso di rapida diminuzione di fiducia dei depositanti e corsa agli sportelli.

In questo ultimo caso vi è anche un altro aspetto di interesse individuabile nel rapporto di causa-effetto tra l'estrema riduzione del tempo di pubblicazione e circolazione delle informazioni e la possibile produzione di effetti immediati e “di massa” tali da aggravare la situazione di una banca. Una simile capacità, tipica dei social media, di accelerare le scelte comprese quelle finanziarie dei singoli e di coordinare anche decisioni di gruppo era già emersa nel caso Gamestop, ma, le corse digitali agli sportelli verificatasi nelle banche della Silicon Valley, mostrano una criticità “temporale” specifica, capace di acuire la crisi in modo repentino e quasi imprevedibile, con ripercussioni sull'efficacia degli interventi attuabili alla luce della normativa vigente in materia.

2. Molti anni fa Irti a proposito degli scambi telematici sottolineava come l'assenza di un'interazione fra le parti e la presenza del solo gesto ripetitivo e meccanico dessero luogo a rapporti “ridotti alla pura essenzialità del gesto” che “perdono ogni caratteristica qualitativa e sono solo quantitativamente misurabili.” Proprio l'importanza del numero o meglio della quantità di scambi non ha rilievo nel caso delle piattaforme solo per evidenziare come sia venuta meno qualsiasi interazione tra le parti ma anche per mettere in luce proprio la centralità del fattore tempo visto che “numero e tempo diventano esclusivi criteri di giudizio: quanti

scambi nelle singole unità di tempo”¹². Ciò significa che non solo l’individuazione del bene o del servizio devono essere rapide ma anche tutti i servizi, come il pagamento, che concorrono al raggiungimento dell’obiettivo. Del resto una conferma di questo aspetto, se mai ce ne fosse bisogno, la forniscono i dati pagamenti contactless ed in particolare la modalità contactless. Quest’ultima proprio per la sua maggiore facilità e rapidità favorisce non solo un incremento dell’utilizzo della carta di credito ma anche delle vendite¹³.

Peraltro, per l’utente stesso, abituato dalla digitalizzazione alla velocità di comunicazione o di ricerca (basti pensare a social media e motori di ricerca), diventa naturale poter avere la medesima rapidità anche nelle transazioni.

La capacità di ridurre il tempo naturale, inteso come periodo necessario per la ricerca, per l’individuazione e per l’assunzione della decisione di acquisto, è frutto di una accurata profilazione e dell’utilizzo di algoritmi predittivi per l’individuazione delle preferenze attuali e di quelle future¹⁴. In alcuni casi, come le piattaforme di social media, la velocità di definizione di un acquisto può essere ulteriormente incrementata grazie allo sfruttamento di reti, costruite dagli utenti stessi su precedenti relazioni di amicizia o interessi comuni, utilizzabili anche per la pubblicizzazione di prodotti (c.d. social commerce) e capaci di indirizzare le scelte grazie alla fiducia nel legame di appartenenza alla medesima rete¹⁵.

¹² N. IRTI, *Scambi senza accordo*, Riv. trim. Dir. proc. civ., 1998, p. 355.

¹³ Per maggiori dati si veda K. Jacobs e K. Savatova, *Contactless payments in the Euro Area*, 16 novembre 2023, https://data.ecb.europa.eu/blog/blog-posts/contactless-payments-euro-area#_ftn1 ed in dettaglio <https://data.ecb.europa.eu/data/data-categories#payment-services-large-value-payment-systems-and-retail-payment-systems>.

¹⁴ Sul punto si vedano L. AMMANNATI, *I ‘signori’ nell’era dell’algoritmo*, in *Diritto Pubblico*, 2021, p. 38 ss.; ID, *La circolazione dei dati: dal consumo alla produzione* e A. CANEPA, *Alla ricerca dell’autonomia negoziale “perduta”. Consumatori e venditori in epoca di profilazione ed algoritmi*, entrambi in L. AMMANNATI, A. CANEPA, G.L. GRECO, U. MINNECI (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali. La regolazione dei mercati in trasformazione*, Giappichelli, Torino, 2021, rispettivamente p. 139 e 155 ss.

¹⁵ Per un approfondimento sul tema Y.C. YANG, *Community buyers’ affective reactions in social commerce: stimuli and response*, *Joun. Econ. Busin.*, 2020 e Y. ZHANG, Y. KWARK, Y. WANG, D. SHIN, *Impact of Covid-19 crisis on social commerce: an empirical analysis of E-Commerce social activities during the pandemic*, September 2020, entrambi rep. su www.ssrn.com.

Se poi consideriamo le Super Apps¹⁶, quali piattaforme aggregatrici di servizi molto differenti tra di loro, accomunati da un unico punto di accesso, la riduzione del processo decisionale interessa un numero di beni e servizi ancor più ampio e differenziato e inclusivo di attività regolamentate (come i servizi finanziari) e non regolamentate (come l’ascolto della musica, il video streaming, la ricerca di beni e prenotazione di servizi, compresi quelli pubblici e prestazioni mediche) con tutte le relative implicazioni dal punto di vista della normativa applicabile¹⁷.

L’efficacia nella riduzione dei tempi di sottoscrizione del contratto e conclusione della transazione mediante un click può dirsi piena però solo se la piattaforma, sia essa un marketplace, un social media o una Super App, è capace di garantire, rapidamente e senza “abbandono” della piattaforma, il pagamento quale “componente” ultimo di un’esperienza di acquisto “guidata” dalle piattaforme con conseguente perdita della percezione del momento estintivo dell’obbligazione e del tempo del pagamento.

Una simile dinamica è osservabile nelle piattaforme sia di origine statunitense che cinese, seppur con “schemi” differenti. Proprio gli schemi adottati meritano attenzione perché, in particolare quelli delle Big Tech statunitensi, essendo caratterizzati una maggiore articolazione della catena del valore¹⁸, sembrerebbero

¹⁶ M. BERESFORD, *Is the future of the Super App and Super Wallet the same proposition?* 20 ottobre 2022, in www.thepaypapers.com, J. P. DAVIS, A. YANG, *Gojek: from ride-sharing Super App to Fintech Ecosystem Leader*, March 2021, www.publishing.insead.edu. J. LIANRUI, D.B. NIEBORG, T. POELL, *On super apps and app stores: digital media logics in China’s app economy*, in *Media Culture & Society*, 2022, p. 1437 ss. e A. CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il Buy Now Pay Later*, in L. AMMANNATI, A CANEPA, *La finanza nell’età degli algoritmi*, Giappichelli, Torino, 2023, p. 95 ss.

¹⁷ La Comunicazione della Commissione del 24 settembre 2020 relativa a una Strategia in materia di finanza digitale per l’UE, COM(2020)591, al punto 6 sottolineava come i fornitori di servizi digitali fossero esclusi dall’applicazione della normativa e della vigilanza finanziaria. Esempi in tal senso sono già presenti sui mercati asiatici. Per un approfondimento sul punto di veda A. Canepa *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il Buy Now Pay Later*, in L. Ammannati, A Canepa, *La finanza nell’età degli algoritmi*, Giappichelli, Torino, 2023, p. 95 ss.

¹⁸ Sul punto si vedano in particolare A. SCIARRONE ALIBRANDI e a., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* In *Quaderni Fintech*, Consob, 2019; D.A. ZETZSCHE, W.A. BIRDTHISTLE, D.W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *Digital Finance Platforms: towards new*

poter aver ripercussioni sulla rapidità di conclusione del pagamento.

In realtà queste piattaforme hanno optato per un servizio basato su accordi di attivazione¹⁹ con operatori tradizionali e la messa a disposizione di una loro interfaccia²⁰ funzionale sia ad una rapida chiusura della transazione che ad acquisire dati e rafforzare l'idea nell'utente che la piattaforma sia l'offerente dell'intero servizio²¹.

La tipologia contrattuale utilizzata per simili accordi non appare pienamente rispondente a nessuna delle attuali²² anche se secondo l'EBA, nella maggior parte dei casi, i servizi potrebbero essere considerati di natura tecnica con conseguente esclusione dal perimetro di supervisione²³. In realtà una conclusione di questo tipo non esclude che, come la stessa autorità precisa, possa essere necessario verificare se

regulatory paradigm, European Banking Institute (EBI) Working Paper Series N. 58/2020, A. CANEPA, *Big tech e mercati finanziari: "sbarco pacifico" o "invasione"? Analisi di un "approdo" con offerta "à la carte"*, Riv. tri. Dir. ec., 3, 2021, p.465 ss.; M. SEPE, *Prestazione frazionata e regole del rapporto fra imprese*, in R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA, *Mercati regolamentati e nuove filiere di valore*, Giappichelli, Torino, 2021, p.233 ss.; V. TROIANO, *Soggettività finanziaria e forme di aggregazione*, Riv. Tri. Dir. Ec., 1, 2022, p. 92 ss.

¹⁹ Una tale qualificazione è utilizzata nel Report EBA, *On the Use of Digital Platforms in the EU Banking and Payments Sector*, EBA/REP/2021/26, settembre 2021, p. 19 ss.

²⁰ Nella Comunicazione della Commissione del 24 settembre 2020, relativa ad una strategia in materia di pagamenti al dettaglio per l'UE, COM(2020)592, si sottolinea come "Nell'ultimo decennio la maggior parte delle innovazioni nel settore dei pagamenti si è concentrata sul miglioramento delle interfacce con i clienti (ad esempio le applicazioni mobili) o delle soluzioni front-end, senza modificare in modo sostanziale gli strumenti di pagamento utilizzati (carte, bonifici bancari, ecc.)".

²¹ Anche se l'accordo con operatori tradizionali "risolve" la questione va ricordato come le Big Tech negli anni abbiano anche acquisito alcune licenze: per es. licenze di e-money o bancarie siano state acquisite da Google, Amazon (acquisita in Lussemburgo licenza n.36/10), Facebook e Apple. Google ha poi ottenuto anche di una licenza PSD2 per i servizi di *payment initiation* e *account information services*. Se consideriamo il Regno Unito Google ha sia la licenza di pagamento che di *e-money*, Amazon di pagamento, credito e assicurazione, Meta di pagamento e *e-money* ed infine Apple, pagamento, credito e assicurazione. Si veda sulla situazione del Regno Unito anche Financial Conduct Authority, *The potential competition impacts of Big Tech entry and expansion in retail financial services*, Discussion Paper, DP22/5, Ottobre 2022, rep. sul sito www.fca.uk. Va segnalato che la situazione appare ancora eterogenea.

²² Secondo Resano potrebbe essere vista come una combinazione di caratteristiche riconducibili ad un contratto di agenzia e di *outsourcing*. e che come tale andrebbe qualificata come una nuova tipologia. Si veda J.R. MARTINEZ RESANO, *Regulating for competition with Big Techs: banking-as-a-service and beyond banking*, 2021, rep. sul sito www.ssrn.com.

²³ Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2), EBA/Op/2022/06, p.87.

vi siano casi specifici nei quali tali servizi assumano una natura differente e presentino una scarsa trasparenza sui ruoli degli operatori coinvolti e su quale sia il soggetto autorizzato²⁴.

Peraltro tali accordi con operatori tradizionali per l’offerta di servizi di pagamento sono caratterizzati da una notevole disparità contrattuali delle parti. Infatti le piattaforme, grazie alla loro posizione di forza sui mercati, possono imporre le condizioni contrattuali non solo agli utenti commerciali ma anche a quelli di pagamento come dimostra il caso di Visa. Nello specifico tra Amazon e Visa era sorta una questione correlata delle commissioni applicate che si è poi conclusa con un accordo commerciale ad inizio 2022²⁵.

Amazon aveva ritenuto le commissioni interbancarie applicate troppo elevate e capaci di rendere insoddisfatti gli utenti. Pertanto, vista l’iniziale indisponibilità di Visa a trattare su questo aspetto, aveva reso nota la decisione di procedere ad una sospensione della possibilità di utilizzare Visa per gli acquisti su Amazon a partire dal Regno Unito dove la questione si era posta²⁶. A fronte di un simile rischio di esclusione da un marketplace come Amazon, con un numero di utenti fidelizzati molto elevato, ed in presenza nello stesso marketplace di altri concorrenti come MasterCard, Visa aveva rivisto la sua posizione. Tutte le richieste di Amazon erano state accolte ed era stato annunciato il raggiungimento di un accordo nel febbraio 2022.

²⁴ Nello specifico si precisa che può essere necessario valutare se una determinata prestazione di servizi rientri nell’ambito di un contratto di agenzia, di un accordo di esternalizzazione o necessiti di autorizzazione. Si veda European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366, cit. p. 91.

²⁵ In questo caso, come ricordato anche dalla Financial Conduct Authority (FCA), Amazon ha esercitato il suo potere contrattuale nei confronti di Visa proprio facendo leva sul suo alto numero di utenti ai quali avrebbe potuto impedire di utilizzare Visa per i loro pagamenti sul marketplace. Sulla questione si veda in particolare FCA, *The potential competition impacts of Big Tech entry and expansion in retail financial services*, Discussion Paper DP22/5, October 2022., p. 23 ss.

²⁶ Era stato indicato anche un termine a decorrere dal quale la decisione sarebbe divenuta operativa nel 19 gennaio 2022 a seguire vi sarebbe stata l’applicazione di un sovrapprezzo pari allo 0,5% per gli acquisti conclusi da utenti in Australia e Singapore se effettuati con Visa.

Se consideriamo il contesto cinese lo schema adottato per consentire un pagamento rapido senza “abbandonare” la piattaforma era stato differente viste anche le condizioni socio-economiche profondamente differenti e la minore diffusione di utenti possessori di strumenti di pagamento,

In questo caso le caratteristiche del mercato nazionale²⁷ avevano reso necessario alla piattaforma originatrice trovare soluzioni innovative e capaci di diffondersi rapidamente per sopperire alla scarsa diffusione di operatori tradizionali. Pertanto la scelta di WeChat e Ant, le due principali Big Tech cinesi, era stata quella di optare per *alternative payment solutions* capaci di assicurare la conclusione di acquisti online in modo semplice e ancor più veloce che con il contante²⁸.

Nello specifico era stata adottata una combinazione di codici QR e portafogli digitali insieme alla possibilità di trasferimenti *peer-to-peer* effettuabili anche tra venditore e acquirente²⁹ in grado di coniugare velocità di diffusione e rapidità di adozione grazie alla semplicità offerta dal mobile e di sub applicazioni, c.d. mini-programmi³⁰, accessibili senza download. Una simile combinazione di mobile e QR code ha consentito anche una rapidità di pagamento “esportabile” dalla dimensione

²⁷ Su quest’aspetto si veda in particolare F. GALGANO, *Globalizzazione e conglomerazione*, in Contr. Impresa, 2006, p. 78 ss.

²⁸ Si pensi ad es. ad Alièay o WeChatPay per un approfondimento dei quali si vedano in particolare L. LU, *How a Little Ant Challenges Giant Banks? The Rise of Ant Financial (Alipay)’s Fintech Empire and Relevant Regulatory Concerns* 28 International Company and Commercial Law Rev 2018; X. MA, J. MA, *Mobile Payment as a Trend: Impetus and Barriers Behind This Technology*, settembre 2021, www.ssrn.com E A. CANEPA, *The Role of Payment Services in the Development of the Big Tech Ecosystem*.in Eur. Business Law Rev., 2022, p. 1003 ss.

²⁹ Sul possibile ruolo della tecnologia nel favorire l’inclusione finanziaria si veda R. SAHAY, U. ERIKSSON VON ALLMEN, A. LAHRECHE, P. KHERA, S. OGAWA, M. BAZARBASH, K. BEATON, *The promise of fintech in the post COVID-19 era*, IMF, N.20/09, 2020.

³⁰ I mini programmi hanno una dimensione inferiore a 10 MB e vi si accede direttamente da WeChat. Inoltre le loro dimensioni ridotte determinano funzionalità ridotte che insieme all’utilizzo del *framework* di WeChat determina. bassi costi di sviluppo. Ad inizio 2020 il numero di mini-programmi disponibili su WeChat ha raggiunto i 3.2 milioni con una base di utenti di oltre 840 milioni. Ulteriori dati sono disponibili su [daxue consulting analysis](http://www.daxueconsulting.com), Number of WeChat mini-program, www.daxueconsulting.com. Sui c.d. mini-programmi si veda K. HU-N. KARACAOGLU, *We Store or App Store; how we shop differently in Mobile Apps vs. Social Commerce*, 2021, rep. sul sito www.ssrn.com.

online a quella “fisica”³¹.

La definizione di soluzioni veloci per i pagamenti online, è stata supportata e incentivata, da una funzione “promozionale” del diritto per usare le parole di Bobbio³². Infatti per alcuni anni la normativa ha promosso lo sviluppo di pagamenti *mobile* mediante l’assenza di oneri derivanti dai relativi costi di conformità per favorire anche un processo di maggiore inclusione finanziaria ³³.

In un quadro come quello descritto ben si comprende come l’obiettivo di un ulteriore incremento del numero di acquisti nell’unità di tempo possa essere raggiunto anche grazie alla contestuale offerta di un servizio accesso al credito al consumo anch’esso caratterizzato da rapidità. Non è quindi casuale lo sviluppo e l’affermazione di alcune piattaforme specializzate³⁴ nell’offerta di un credito al consumo “rapido”, il c.d. Buy Now Pay Later (BNPL), basato su un procedimento di valutazione e conseguente assunzione della decisione in un arco temporale molto breve.

Le stesse Big Tech mediante accordi con queste piattaforme hanno attivato per i propri utenti questo servizio inserito nell’interfaccia, insieme ai metodi di pagamento. Una simile collocazione favorisce negli utenti la percezione che si tratti di una modalità “alternativa” di pagamento, come del resto indicato dalle stesse piattaforme attraverso formule quali “al checkout scegli Clearpay come metodo di

³¹ Il codice QR non richiede un terminale per punto vendita (POS) perché sufficiente la scansione del codice fornito dal negoziante e un messaggio sulla app conferma la transazione ad entrambe le parti. Qualora, soprattutto nei negozi più grandi o nei centri commerciali sia disponibile un terminale POS intelligente i commercianti per completare la transazione scansionano direttamente i codici generati dai clienti col loro cellulare.

³² Come noto sul ruolo promozionale del diritto esiste una vasta letteratura ed il tema è stato ben ricostruito da N. BOBBIO nel suo lavoro *Sulla funzione promozionale del diritto rivisitata*, in Soc. Dir., 1984, p. 7 ss.

³³ Il riferimento è alla Law of People’s Republic of China on Electronic Signatures entrata in vigore il 1° aprile 2005 ed il cui testo è reperibile su www.china.org.cn.

³⁴ Nel contesto asiatico si assiste anche a tentativi di estensione del bacino dei potenziali interessati al di fuori dell’area geografica di riferimento. Infatti proprio dal gennaio 2023 la piattaforma Ant ha attivato un servizio BNPL, denominato “Buy Now Pay After Delivery”, con una fisionomia specifica riservata ai clienti non cinesi e nel quale è possibile effettuare il pagamento una volta ricevuto il bene. Si veda *Alibaba seeks to Boost Sales Abroad with Buy Now Pay Later*, 16 gennaio 2023, in www.wsj.com.

pagamento”,³⁵ e produce un duplice effetto. In primo luogo può indurre l’utente a considerare il BNPL come un’alternativa al pagamento con carta di credito ed in secondo luogo, proprio alla luce di una simile assimilazione tra accesso al credito e pagamento, può favorire l’idea che i relativi servizi siano da considerare concorrenziali. Una simile assimilazione rischia di conferire un vantaggio al BNPL nelle scelte degli utenti proprio in quanto “a costo zero”.

L’esito di un simile processo di valutazione accompagnato magari anche da scarsa attenzione a tutte le condizioni del servizio può far propendere gli utenti verso il BNPL anche nell’erronea convinzione di cogliere un’opportunità senza che vi sia un’adeguata ponderazione sui possibili rischi nel lungo periodo.

Infatti la mancata applicazione di interessi sussiste solo quando le rate vengono rimborsate nei tempi stabiliti altrimenti risultano molto elevati. Come ricordava molti anni fa Santini a proposito della vendita a rate, anche per il BNPL si potrebbe affermare che “il consumatore è indotto ad acquistare col sistema rateale beni di utilità immediata (...) senza riflettere in modo adeguato sull’elemento del prezzo”³⁶ e degli eventuali interessi di mora.

3. Nell’accesso al credito generalmente ciò che si ha interesse ad acquisire non è solo il finanziamento quanto una combinazione di tempo e finanziamento quale “bene giuridico” unico il cui prezzo è rappresentato dall’interesse³⁷. Nel caso del BNPL

³⁵ Anche sulla piattaforma il servizio non viene mai qualificato come accesso al credito ma sempre come metodo di pagamento. Si veda www.clearpay.com. Da segnalare che la FCA nella sua analisi aveva dedicato attenzione proprio alle due piattaforme Clearpay e Klarna per i loro termini contrattuali e la trasparenza sulle informazioni fornite agli utenti. Si veda *The Woolard Review, A review of change and innovation in the unsecured credit market*, Report to the FCA Board, february 2021, rep. sul sito www.fca.org.uk.

³⁶ G. SANTINI, *Il commercio*, cit., p. 335. Ancor più netti nel qualificare il fenomeno della vendita a rate erano stati G. Borrie e A.L. Diamond, che avevano definito la vendita a rate come una situazione nella quale un soggetto ne persuade un altro a sottoscrivere un contratto senza leggerlo, per acquistare beni dei quali non ha bisogno e pagando con denaro che non ha. ID., *The Consumer, Society and the Law*, 1964, Pelican/penguin, London, 1976, p. 192 ss.

³⁷ Sull’idea dell’acquisto del “tempo” si veda in particolare G. ALPA, *Trattato di diritto Privato*, diretto da U. Rescigno, UTET, Torino, 1999, p. 106 ss. e sull’inquadramento del finanziamento come

offerto generalmente da piattaforme specializzate e, poi mediante accordi, anche da Big Tech ed altre piattaforme di commercializzazione di beni e servizi, vi è un'altra componente di interesse per gli utenti corrispondente ad una riduzione del tempo e alla velocità mediante la quale si ottiene la valutazione del merito creditizio e conseguentemente la concessione del credito.

Del resto tutta la struttura del servizio di BNPL è caratterizzata da rapidità compresa la conclusione del periodo rateale suddiviso solitamente in due o tre rate, distribuite generalmente in un arco temporale di 60 giorni con cadenza bisettimanale. Non è prevista applicazione di commissioni e interessi in caso di rispetto delle tempistiche in quanto gli interessi sono previsti solo in caso di ritardo.

Lo schema descritto può subire variazioni, a seconda della piattaforma, nel numero di rate (ad es. 3 rate a distanza di 20 giorni una dall'altra, di 4 rate a distanza di due settimane fino alla possibilità di arrivare addirittura a 10 rate) senza che ciò abbia riflessi sull'arco temporale complessivo. Le eventuali differenziazioni riguardano il tasso di interesse applicato in caso di more o anche l'entità del credito ottenibile in un determinato arco temporale³⁸.

Per quanto concerne la rapidità nella valutazione del merito creditizio del singolo³⁹ questa è garantita dall'analisi di una molteplicità di dati, non esclusivamente economici, processati tramite algoritmi. Apparentemente una simile procedura garantisce velocità e incremento dell'inclusione finanziaria. Infatti il set di dati utilizzato non coincide con quello alla base della valutazione da parte di operatori

bene giuridico si veda in particolare P. SPADA, *Introduzione*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER JR, *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, Milano, Giuffrè 2000, p. 2 ss.

³⁸ In alcuni casi può anche essere fissato un credito limite assoggettabile allo schema come previsto da Amazon. Per maggiori dettagli sugli schemi osservabili nel contesto europeo e nel Regno Unito si veda in particolare B.G. KENNEY, C. FIRTH, J. GATHERGOOD, *Buy Now Pay Later (BNPL) ... on your credit card*, in *Journal of Behavioral & Experimental Finance*, 23 January 2023, p. 1 ss.

³⁹ Sullo sviluppo del credit scoring algoritmico si veda in particolare L. AMMANNATI, G. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring algoritmico*, in questa Rivista, 2/2021, p. 290 ss. e ID., *Il credit scoring “intelligente”: esperienze, rischi e nuove regole*, in L. AMMANNATI, A CANEPA, *La finanza nell'età degli algoritmi*, cit., p. 1 ss.

tradizionali e può anche dare luogo ad una possibile estensione della platea interessata con ammissione anche di utenti normalmente esclusi⁴⁰.

In realtà anche queste piattaforme potremmo dire che utilizzano “dati storici” per valutare l’affidabilità dell’utente e determinare l’entità del credito concedibile. La particolarità però è che la storicità si riferisce al rapporto con la piattaforma e riguarda la “fedeltà” o meglio il periodo trascorso dall’attivazione dell’account, l’eventuale corretta restituzione di crediti precedentemente attivati e l’entità delle somme concesse. Alla valutazione di questi parametri è legata non solo la concessione del credito richiesto ma anche l’applicazione di un meccanismo di “premieria” identificato in un possibile aumento dell’ammontare richiedibile ed ottenibile dal singolo.

Su tutti gli aspetti, comprese le condizioni del servizio, come evidenziato dall’EBA vi è scarsa trasparenza⁴¹ così come sulla previsione di una eventuale cessione del credito e sull’individuazione del terzo coinvolto. La chiarezza su questo aspetto non è di poco conto visto che il servizio può avere due differenti configurazioni a seconda che il rapporto sia bilaterale o trilaterale con cessione del credito ad un terzo. In questo secondo caso il consumatore, spesso senza averne piena cognizione⁴², sottoscrive due differenti contratti, caratterizzati da collegamento negoziale funzionale, uno per l’acquisto del bene ed uno per il credito. Quest’ultimo può poi essere ceduto ad una banca o ad un intermediario⁴³.

⁴⁰ Per un approfondimento sul punto si veda M. DI MAGGIO, J. KATZ, E. WILLIAMS, *Buy now pay later credit: user characteristics and effects on spending patterns*, settembre 2022, NBER working paper n. 30508, in www.nber.org. e il contributo di R. CARATOZZOLO in questo numero.

⁴¹ Si veda EBA, Final Report on response to the non-bank lending request from the CfA on digital finance, EBA/Rep/2022, 8 aprile 2022.

⁴² Sugli effetti di questa dinamica si veda in particolare L.A. FOOK, L. MCNEILL, *Click to buy: The impact of retail credit on over consumption in the online environment*, in *Sustainability*, 2020, p. 11 ss.

⁴³ Lo schema, anche dal punto di vista dei rischi che ne conseguono, è ben delineato dalla comunicazione della Banca d’Italia del 28 ottobre 2022 in materia di BNPL, www.bancaditalia.it/compiti/tutela-educazione/avvisi-comunicazioni/2022.10.28/index.html.

Sull’architettura bilaterale o trilaterale si vedano in particolare N. MARTIN, L. PIZZONIA, *Shadow credit and devolution of consumer credit regulation*, 2020, in www.ssrn.com; L. GOBBI, *Buy now pay later, caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, *Quaderni di Economia e Finanza*, Banca

Una simile struttura ha sollevato dubbi non solo per la possibile scarsa trasparenza sulla cessione ma anche dal punto di vista dell'inquadramento giuridico, già insiti nella dilazione e/o rateizzazione di pagamento tradizionale, visto che molti anni fa G. Oppo sottolineava come “si potrebbe dubitare addirittura che l'ipotesi rientri nella fattispecie che interessa se la direttiva non prevedesse anche la concessione “sotto forma di dilazione”⁴⁴.

In realtà sul punto già l'EBA⁴⁵, la proposta di revisione della PSD2⁴⁶ riconoscevano la natura creditizia e da ultimo la nuova direttiva sul credito al consumo afferma che “essendo principalmente di natura creditizia, i servizi “compra ora, paga dopo” non dovrebbero costituire un servizio di pagamento” (cons. 35), e che il BNPL si configura come un nuovo strumento di finanziamento digitale incluso tra le modalità di credito disciplinate⁴⁷.

In particolare l'inclusione del BNPL nella nuova direttiva 2022/2023 sui contratti di credito ai consumatori e l'applicazione delle disposizioni anche per importi non elevati, inferiori ai 100 euro è stata dettata proprio dal suo crescente utilizzo⁴⁸ e dai rischi derivanti dalla velocità sia nell'assunzione di decisione da parte

d'Italia, n. 730, novembre 2022; A. CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il Buy Now Pay Later*, cit. e R. R. CARATTOZZOLO, op. cit.

⁴⁴ G. OPPO, *Presentazione*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, Quaderni Giuridici della Banca d'Italia, n. 15, luglio 1987, p. 13. Attualmente una previsione analoga è contenuta all'art. 2 della direttiva 2008/48/CE che ha sostituito quella 87/102/CEE a cui Oppo faceva riferimento.

⁴⁵ L'European Banking Authority (EBA) ha inquadrato il BNPL come concessione di un credito affermando che «*the core service provided is of a lending nature and should be considered as granting credit*». Si veda *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366*, cit., p. 94.

⁴⁶ Proposta di Direttiva relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE, Bruxelles, 28.6.2023 COM (2023) 366 final,

⁴⁷ Il considerando 16 recita “i sistemi «Compra ora, paga dopo» in virtù dei quali il creditore accorda un credito al consumatore al fine esclusivo di acquistare merci o servizi da un fornitore o prestatore, che sono nuovi strumenti di finanziamento digitali che consentono ai consumatori di effettuare acquisti e di saldarli col tempo, sono spesso senza interessi e senza altre spese e dovrebbero pertanto essere inclusi nell'ambito di applicazione della presente direttiva”.

⁴⁸ Nello specifico va ricordato come la direttiva risultasse non applicabile ai finanziamenti che non prevedevano il pagamento di interessi ed altri oneri, i finanziamenti per i quali il consumatore non

dell'utente che nel processo di valutazione.

Infatti si sottolinea come “parecchi contratti di credito non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2008/48/CE possano recare pregiudizio ai consumatori” e, come nel caso del BNPL, vengono assoggettati alla nuova disciplina.

Del resto la possibilità di utilizzo per importi non elevati può favorirne l'utilizzo per più acquisti con conseguenti rischi di sostenibilità da parte del singolo in assenza di un'adeguata valutazione dell'importo complessivo da restituire e vista anche la presenza di interessi di mora anche molto elevati, fino al 18%⁴⁹, in caso di ritardo nei pagamenti.

La nuova direttiva lascia però una discrezionalità ai singoli Stati membri in merito all'applicabilità di alcune previsioni inerenti annunci pubblicitari e informazioni contrattuali⁵⁰. La ratio è quella di non far gravare oneri eccessivi su alcune tipologie di credito anche se, tra i casi escludibili, la possibile applicazione ai contratti di importo inferiore ai 100 merita attenzione.

Infatti, il BNPL viene utilizzato, soprattutto dagli utenti più giovani, anche proprio per importi inferiori ai 100 euro. Ciò significa che la riduzione delle informazioni,

doveva corrispondere commissioni di importo significativo qualora il rimborso avvenisse entro 3 mesi e per i finanziamenti inferiori ai 200 euro. Il crescente utilizzo anche per importi limitati era stato fotografato in particolare dalla FCA. Si veda *The Woolard Review, A review of change and innovation in the unsecured credit market, Report to the FCA Board, cit.*

⁴⁹ Basti pensare che ad es. la piattaforma Clearpay su acquisti di importo inferiore a 24 sterline applica interessi di mora che ammontano a 6 sterline per il ritardo nel pagamento della prima rata a cui si aggiungono una ulteriore penalità di altre 6 sterline se il pagamento non viene effettuato entro 7 giorni ed importi simili sono applicati anche da un'altra piattaforma come Klarna che indica un interesse annuo del 18,9%. Si veda <https://www.clearpay.co.uk/en-GB/terms-of-service> e https://cdn.klarna.com/1.0/shared/content/legal/terms/0/en_gb/account_agreement/.

⁵⁰ Il considerando 15 precisa che “per alcuni dei contratti di credito che sono stati esclusi dall'ambito di applicazione della direttiva 2008/48/CE e che dovrebbero essere contemplati dalla presente direttiva, vale a dire i contratti di credito per un importo totale del credito al di sotto di 200 EUR, i crediti senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per spese limitate che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento, e i crediti che devono essere rimborsati entro tre mesi e che comportano solo spese di entità trascurabile, gli Stati membri dovrebbero poter escludere l'applicazione di un numero definito e limitato di disposizioni della presente direttiva in relazione ad annunci pubblicitari, informazioni precontrattuali e informazioni contrattuali, al fine di evitare oneri inutili per i creditori, tenendo conto delle specificità del mercato e delle particolari caratteristiche di tali contratti di credito, come la loro durata più breve, garantendo nel contempo un livello più elevato di protezione dei consumatori”.

giustificata dall'esiguità del credito, potrebbe riguardare un numero non così limitato di situazioni e interessare gli utenti più vulnerabili in quanto meno esperti sul piano finanziario.

Peraltro tra le informazioni omissibili ve ne sono alcune di non scarso rilievo per una piena efficacia informativa ed i possibili rischi derivanti dall'utilizzo del BNPL. Infatti può non essere indicata “se del caso la durata del contratto di credito o l'importo totale che il consumatore è tenuto a pagare e l'importo delle rate” nonché la possibilità di avvalersi di un meccanismo extragiudiziale di reclamo con relative modalità di accesso ed infine la spiegazione delle conseguenze giuridiche e finanziarie dell'inosservanza degli altri impegni connessi al contratto di credito specifico⁵¹.

Peraltro proprio la comunicazione di questi ultimi due aspetti era stata valutata importante dall'EBA specialmente nelle fasi precedenti la conclusione del processo di acquisto sulle piattaforme visto che la notevole rapidità di conclusione potrebbe determinare una minore attenzione alle condizioni del servizio di accesso al credito⁵². Pertanto sarebbe auspicabile una valutazione attenta degli Stati membri nell'utilizzo della loro discrezionalità sul punto alla luce dei rischi.

A questa riflessione sulla direttiva 2022/2225 ne va aggiunta un'altra significativa in rapporto alla questione “tempo” relativa alla struttura ed alla rapidità del servizio.

Infatti, laddove lo schema del BNPL non preveda la cessione a terzi e il completamento del pagamento si concluda entro 50 giorni dalla fornitura, il servizio può essere escluso dall'ambito di applicazione della direttiva. Una simile previsione potenzialmente sembrerebbe determinare il paradosso di consentire l'esclusione proprio di quelle piattaforme, come Klarna, capaci di modulare lo schema rateale in un arco temporale molto breve, ad es. di 30 giorni.

In realtà la direttiva inserisce una specificazione capace di “allineare” il tempo

⁵¹ Art.10 p.5 della direttiva 2022/2225.

⁵² Si veda in particolare EBA, Opinion of the European Banking Authority on disclosure to consumers of banking services through digital means under Directive 2002/65/EC, EBA-Op-2019-12, 23 ottobre 2019.

giuridico a quello sempre più ridotto garantito dalle piattaforme. Infatti si precisa che, proprio per i fornitori di merci o prestatori di servizi della società dell'informazione, l'esclusione dalla direttiva risulta possibile solo in presenza di tre condizioni e cioè l'assenza di un terzo acquirente dei crediti, un termine previsto per il completamento del pagamento di 14 giorni dalla consegna delle merci o dalla prestazione dei servizi e l'assenza di interessi salvo in caso di ritardo⁵³.

4. Nella valutazione sulla riduzione del tempo nei mercati finanziari è utile soffermarsi sull'incremento di velocità nella circolazione di informazioni sui social media in particolare se relative ad una situazione di difficoltà di una banca.

In particolare tre aspetti tra loro collegati appaiono di interesse.

Due concernono i risparmiatori e nello specifico l'immediatezza di informazioni disponibili grazie ai social media ed il loro sfruttamento da parte dei singoli nell'assunzione di decisioni rapide immediatamente attuabili viste le potenzialità della digitalizzazione.

Una terza invece riguarda le autorità coinvolte nella gestione delle crisi bancarie e la possibile necessità, alla luce di quanto appena descritto, di un'accelerazione nell'adozione di eventuali misure di intervento nei confronti delle banche interessate pena una minore efficacia. Del resto la tempestività di azione ha un ruolo chiave per la fiducia dei depositanti e la conseguente possibile espansione di una crisi all'intero sistema bancario.

In questo senso la rapidità di movimentazione dei depositi "in un click" rappresenta "uno strumento" capace di garantire immediata attuazione ad una decisione dell'utente e contestualmente idoneo ad innescare il rischio di una vera e propria corsa agli sportelli digitale quando si verifica un'immediata diffusione di notizie rilevanti per la valutazione sullo stato di salute di una banca.

⁵³ Art. 2 lett. h della Direttiva 2023/2225 del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE.

Una simile dinamica è particolarmente evidente nelle c.d. banche digitali.

Queste negli ultimi anni hanno registrato una forte crescita dei depositi⁵⁴ soggetti ad alta volatilità e pertanto idonei a generare una corsa agli sportelli digitale.

Infatti se apparentemente la capacità di attrazione dei depositi potrebbe essere considerata un vantaggio, anche nella riduzione del rischio di liquidità, alla luce della sensibilità dei depositi ai tassi di interesse, può rappresentare anche uno svantaggio proprio per la facilità e rapidità di spostamento delle risorse in tempi di digitalizzazione.

Proprio questo tipo di dinamica è ben evidenziata dal caso recente di una LSI digitale americana, la Silicon Valley Bank (SVB)⁵⁵, nel quale la presenza di depositi non assicurati e la estrema velocità di diffusione delle informazioni attraverso i social media sullo “stato di salute” della banca hanno realizzato un mix perfetto non solo per una crisi ma anche per la produzione di effetti potenzialmente capaci di influire sulla fiducia nel sistema⁵⁶.

In questo senso quanto avvenuto alla SVB e alla Signature Bank è esemplificativo di fenomeni capaci di ripetersi per tutte quelle banche, indipendentemente dalla loro dimensione, nelle quali la digitalizzazione consente spostamenti pressochè istantanei dei depositi e specialmente di quelli non assicurati. Il tempo ha un ruolo cruciale come rapidità di spostamento dei depositi e di diffusione di informazioni rilevanti mediante i canali social⁵⁷. Il caso di specie mostra

⁵⁴ Negli Stati Uniti le banche digitali rappresenterebbero già il 64% delle c.d. Less Significant Institutions (LSI). Per un approfondimento sul punto si veda in particolare N. KOONT, T. SANTOS, L. ZINGALES, *Destabilizing digital “bank walks”*, New York Paper Series n.328, maggio 2023, rep. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4443273.

⁵⁵ In realtà il deflusso dei depositi era già iniziato prima della corsa digitale agli sportelli dell’inizio del 2023. Secondo i dati riportati da N. KOONT, T. SANTOS, L. ZINGALES, cit., nel 2022 la SVB aveva già perso il 13% dei depositi.

⁵⁶ E’ utile ricordare come vi fosse stata una modifica della normativa a riguardo durante la presidenza Trump in base alla quale la SVB risultava una LSI. Si veda S.2155 - Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act, <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/2155/text>.

⁵⁷ Il ruolo dei social sui mercati finanziari era stato in precedenza messo in evidenza dal caso Gamestop sul quale si vedano in particolare P. LUCANTONI, *Negoziazioni ad alta frequenza tra*

anche come particolarmente critica risulti la velocità di circolazione abbinata all'intensità di comunicazione ed all'efficacia nel raggiungere i soggetti maggiormente interessati. Infatti le informazioni via social possono essere condivise in community specifiche nelle quali i componenti possono essere direttamente interessati come avvenuto nel caso della SVB. Una situazione di questo tipo può veicolare qualunque tipo di notizia, comprese quelle "allarmistiche" sulla situazione di una banca, così efficace nel raggiungimento degli interessati da dare luogo in un solo giorno, il 9 marzo 2023, alla movimentazione addirittura di 42 bilioni di dollari con un deflusso pari al 24%. Una simile velocità è molto maggiore di quella ad esempio registrata in precedenti corse agli sportelli "non digitali" come, ad esempio, quella della Northern Rock durante la crisi finanziaria⁵⁸ e può prescindere dalla provenienza da una fonte privata e dalla sua attendibilità non immediatamente verificabile,

Come mostra proprio la SVB simili notizie si possono propagare ben oltre la community grazie al sistema del *retweet*⁵⁹. In tal modo gli effetti prodotti vista la rapidità di apertura di un conto corrente⁶⁰ e velocizzazione di movimentazione dei depositi, risultano notevolmente amplificati e possono produrre effetti addirittura dirompenti per il verificarsi di comportamenti coordinati in un lasso temporale molto

oclocazione dell'algoritmo e "gamefication" del contratto d'investimento, Riv. trim. dir. ec., 2021, n.3 suppl.; M. ARRIGONI, *La tutela dell'investitore alla luce del caso Gamestop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, Orizzonti del diritto commerciale, n.2/2021, p. 941 ss.; S.A. GRAMITTO RICCI, C.M. SAUTTER, *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, Nevada Law Journ., 2021, p. 51 ss.; A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario: lezioni dal caso Gamestop*, Riv. soc., 2023, p. 228 ss.

⁵⁸ Proprio in riferimento al caso della corsa agli sportelli della Northern Rock avvenuta nel 2009 B. BORTOLOTTI E H.S. SHIN, ricordavano come "Anche se i depositi possono essere prelevati su richiesta, fra i banchieri si sente spesso dire che è più facile divorziare che cambiare banca". Si veda ID., *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, Merc., Conc. Reg., 2009, p.81.

⁵⁹ Per un'analisi dei dati sui tweet nel caso SVB si veda in particolare J.A. COOKSON, C. FOX, J. GIL-BAZO, J.F. IMBET, C. SCHILLER, *Social media as a Bank Run Catalyst*, giugno 2023, rep. www.wifpr.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2023/09/Cookson-Fox-Gil-Bazo-Imbet-and-Schiller.pdf

⁶⁰ In realtà lo spostamento in altro conto non è l'unica ipotesi nella corsa agli sportelli digitali. Sulle possibili "destinazione" delle risorse Per una ricostruzione sulle possibili destinazioni dei fondi si veda in particolare U. BINDISEIL, R. SENNER, *Destabilisation of bank deposits across destinations: assessment and policy implications*, ECB working paper series n. 2887.

ristretto.

Infatti la SVB, già prima della corsa digitale agli sportelli⁶¹ e della conseguente dichiarazione di insolvenza⁶², aveva registrato un notevole calo dei depositi, o per meglio dire uno spostamento dei depositi verso “sedi” più redditizie, a seguito dell’aumento dei tassi deciso dalla Fed ma tale tendenza era stata in parte contrastata mediante l’adozione di misure per incentivare i depositanti a non spostare liquidità. L’azione è risultata però del tutto insufficiente nel momento in cui, oltre ad aver determinato una crescita degli interessi passivi da 0.1 a 1,2 miliardi di dollari, si sono aggiunte altre criticità⁶³ tra le quali una divulgazione rapida di notizie capace di incrementare e velocizzare una “fuga” dei depositi.

La rapidità di “ritiro” e di aggravamento della situazione della banca ha reso più difficile ed onerosa anche la gestione della crisi richiedendo un impiego di risorse molto maggiore di quanto inizialmente ipotizzato dalle autorità per garantire i depositi. A tale incremento di risorse si è aggiunta anche la necessità di procedere

⁶¹ Una riflessione sul ruolo dei depositi non assicurati nel caso SVB è presente nel documento della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *Options for Deposit Insurance Reform*, 1 Maggio 2023, www.fdic.gov/analysis/options-deposit-insurance-reforms/report/options-deposit-insurance-reform-full.pdf. In Europa delle criticità connesse ai depositi non assicurati si discute da tempo e la correlazione con la corsa agli sportelli è stata sottolineata anche nella Comunicazione della Commissione, *Approfondimento dell’Unione economica e monetaria dell’Europa: un bilancio a quattro anni dalla relazione dei cinque presidenti* Contributo della Commissione europea al vertice euro del 21 giugno 2019, COM(2019)279, p. 14.

⁶² L’insolvenza è stata sancita dalla Federal Deposit Insurance Corporation il 10 marzo 2023. Si veda <https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/silicon-valley.html>.

⁶³ Nello stesso anno si era aggiunto, come ulteriore elemento di difficoltà, quello delle perdite nei titoli a lunga scadenza venduti anticipatamente per coprire i prelievi di depositi. Sul punto si vedano i documenti United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, “Recent Bank Failures and the Federal Regulatory Response,” 28 marzo 2023, rep. www.banking.senate.gov/hearings/recent-bank-failures-and-the-federal-regulatory-response e United States House of Representatives Financial Services Committee, “The Federal Regulators’ Response to Recent Bank Failures,” 29 marzo 2023, <https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=408664>. In dottrina in particolare C. GORTSOS, *Preventing a New Global Financial Crisis Amidst the Current “Inflation Crisis” and Spring 2023 Bank Failure Episodes*, May 2023, rep. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4454997, V.V. ACHARYA, M.P. RICHARDSON, K.L. SCHOENHOLTZ, B. TUCKMAN, *SVB and Beyond: The Banking Stress of 2023*, July 2023, rep. su <https://cepr.org/publications/books-and-reports/svb-and-beyond-banking-stress-2023>, P. CIOCCA, A. ROSELLI, *Sulla crisi della Silicon Valley Bank*, *Bancaria*, luglio-agosto 2023; J. GRANJA, *Bank Fragility and Reclassification of Securities into HTM*, aprile 2023, working paper n.53/2023, https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/2023/04/BFI_WP_2023-53.pdf.

con estrema rapidità per limitare l'espansione di una crisi di fiducia sui mercati dovuta anche al coinvolgimento di altre banche americane ed una svizzera, Credit Suisse, nel rapido deflusso dei depositi⁶⁴.

Proprio questi casi hanno avviato una prima riflessione proprio sul tempo giuridico inteso come lasso temporale necessario per individuare le modalità di intervento a avviare le procedure previste. Infatti, il Financial Stability Board (FSB) in un documento del luglio scorso, ha sottolineato come alla luce del caso delle banche americane, fosse opportuno un focus proprio “*on the role of technology and social media in deposit run*”⁶⁵ e successivamente nell'ottobre 2023 ha evidenziato la necessità che anche le autorità siano meglio preparate al verificarsi di corse agli sportelli realizzabili 24 h su 24, 7 giorni su 7 grazie a mobile banking e spinta dei social media⁶⁶.

Infatti proprio la “concentrazione” di informazioni specifiche in community di interessati, contestualmente ad un basso livello di depositi assicurati⁶⁷, può rappresentare un mix dirompente dal punto di vista dell'urgenza di azione, dell'impossibilità di comparare le soluzioni adottabili e della quantificazione delle risorse necessarie per limitare gli effetti.

5. Come si evince dalle situazioni descritte, l'accelerazione del tempo connessa allo sviluppo tecnologico influisce sempre di più sull'assetto del mercato finanziario, sia dal punto di vista dell'erogazione dei servizi e di rischi “connessi alla velocità”, sia sulla possibile riduzione di efficacia della normativa esistente e sulla definizione del

⁶⁴ Su questo caso si veda in particolare il Report of the Expert Group on Banking Stability, *The need for reform after the demise of Credit Suisse*, 2023, rep. www.efd.admin.ch.

⁶⁵ FSB Chair Outlines work on recent banking turmoil and to finalise crypto-asset recommendations, 12 luglio 2023,

⁶⁶ Si veda FSB, *2023 Bank Failures: preliminary lessons learnt from resolution*, 10 ottobre 2023, p. 3. www.fsb.org/2023/10/2023-bank-failures-preliminary-lessons-learnt-for-resolution.

⁶⁷ Sul flusso di questi dati e i movimenti bancari con relativi grafici si veda in particolare l'analisi di J.A. COOKSON, C. FOX, J. GIL-BAZO, J.F. IMBET, C. SCHILLER, *Social media as a Bank Run Catalyst*, cit.,

tempo “giuridico” quale componente delle fattispecie⁶⁸. In questo processo di ridefinizione e progressiva riduzione del tempo un ruolo centrale è rivestito dalle piattaforme e dal loro modello di business non solo per quanto concerne la fisionomia dei servizi ma anche indirettamente per la capacità delle piattaforme di social media di ridefinire le modalità e i tempi di circolazione delle informazioni.

In questo senso, se consideriamo le Big Tech, proprio l’affiancamento dell’offerta di servizi di accesso al credito a quelli di pagamento rileviamo l’inserimento di un’ulteriore “tassello” nel processo di commistione tra servizi finanziari e commerciali nonché nella costruzione di una *user experience* nella quale la percezione della natura delle differenti tipologie di servizi perde nitidezza. Un simile processo è ben evidenziato proprio dall’affiancamento, in sede di interfaccia, di BNPL e metodi di pagamento.

Allo stesso tempo proprio un quadro di questo tipo mostra come l’utente appaia sempre più assuefatto e in parte soddisfatto dalla velocità di comunicazione, di ricerca e di individuazione di beni e servizi di interesse e proprio per questo consideri sempre più naturale un’offerta di servizi finanziari altrettanto veloci.

In quest’ultimo passaggio ai rischi di scarsa trasparenza, di riduzione dell’autonomia di scelta, di diminuzione di concorrenza sul mercato si possono sommare però quelli di indebitamento, in primo luogo del singolo, ma anche di alcune fasce di popolazione più ampie e propense ad effettuare acquisti rapidi ed impulsivi o più deboli e solitamente esclusi dai canali creditizi ordinari⁶⁹. Peraltro se consideriamo il credito digitale la dimensione reale del fenomeno e soprattutto l’esposizione complessiva degli utilizzatori appaiono tutt’altro che semplici da

⁶⁸ Per una riflessione filosofica sul rapporto tra accelerazione della società e accelerazione del tempo giuridico si veda in particolare F. OST, *L’accélération du temps juridique*, in P. GÉRARD, F. OST, M. VAN DE KERCHOVE, *L’accélération du temps juridique*, Presses universitaires Saint-Louis Bruxelles, 2000, p.7 ss.

⁶⁹ Proprio sui problemi di disclosure e di difficoltà di approfondire le informazioni necessarie per l’assunzione della decisione si sofferma il Discussion Paper ESMA on MIFID II Investor protection topics linked to digitalisation, ESMA35-433682, Dicembre 2023.

valutare visto che generalmente gli operatori BNPL non segnalano alle agenzie di credito questi dati⁷⁰.

Tale aspetto fa riflettere anche sui reali benefici di una valutazione basata non solo su una sostituzione del dato storico con altre tipologie delle quali la piattaforma ha la disponibilità ma anche sulla sua differente interpretazione vista la rilevanza della durata di iscrizione e attivazione di un profilo.

Peraltro un possibile squilibrio tra benefici di inclusione e rischi derivanti da una simile valutazione, insieme alla brevità dei tempi fissati per il pagamento delle rate ed il completamento della restituzione, appaiono testimoniati anche da alcuni dati pubblicati dalle stesse piattaforme, secondo i quali ben il 34% di coloro che hanno utilizzato il BNPL non ha rispettato i termini di pagamento previsti per una o più rate⁷¹. Per questi soggetti non si producono riflessi solo sul piano del maggiore indebitamento ma possono esserci effetti anche sul rating in eventuali successive richieste di accesso al credito. A questi aspetti va aggiunta la possibilità di una scelta di avvalersi del BNPL senza aver adeguatamente compreso l'entità degli interessi in caso di ritardo e la non equivalenza con altri metodi di pagamento. Quest'ultimo aspetto è particolarmente critico anche alla luce di alcuni studi economici che mettono in luce un incremento di impulsività di acquisto tramite BNPL proprio in presenza di un affiancamento con metodi di pagamento⁷².

Da questo punto di vista gli aspetti menzionati sono solo parzialmente mitigati dall'approvazione della nuova direttiva sul credito al consumo e dall'inclusione nella sua applicazione del BNPL anche per la discrezionalità degli Stati membri, in alcune

⁷⁰ Il tema dell'assenza di segnalazione alle principali credit reporting agencies non riguarda solo l'Europa ma è stato messo in luce anche negli Stati Uniti. Si veda in particolare T. AKANA, *Buy now, pay later: Survey evidence of consumer adoption and attitudes*. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Consumer Finance Institute, Discussion Paper DP22-02, June 2022, <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/consumer-finance/discussion-papers/dp22-02.pdf>.

⁷¹ Si veda in tale senso ad es. i dati di Karma rep. su <https://www.creditkarma.com/about/commentary/buy-now-pay-later-surges-throughout-pandemic-consumers-credit-takes-a-hit>.

⁷² Si veda in tale senso V. BURG, J. KEIL, *"Buy now pay later" and impulse shopping*, novembre 2023, rep. su www.ssrn.com.

situazioni, di ridurre gli obblighi di trasparenza su tipologie di informazioni particolarmente utili per la valutazione di sostenibilità specialmente in presenza di acquisti multipli come spesso avviene nei marketplace.

L’approvazione della nuova direttiva sul credito al consumo genera anche una riflessione di tipo più generale sull’accelerazione del ritmo di revisione della normativa imposto dallo sviluppo tecnologico e su come una modifica non tempestiva delle regole applicabili, in certi casi, possa dare luogo ad una perdita di efficacia più rapidamente di quanto avveniva in passato.

Infine un’ultima considerazione merita la correlazione, evidenziatasi a partire dal caso Gamestop, tra istantaneità di circolazione delle informazioni tramite canali social e capacità di influenza immediata di alcune di queste sui mercati finanziari testimoniata anche dalla recente crisi delle banche americane della Silicon Valley. Nel caso di specie si delineano criticità specifiche dovute alla possibilità di “divulgazione mirata” di informazioni consentite da community tematiche e/o capaci di raggruppare esponenti di operatori di specifici segmenti di mercato. In questi casi alla rilevanza delle informazioni diffuse si somma nella produzione degli effetti la notevole efficacia nel raggiungere destinatari interessati in modo particolare a quelle notizie.

L’efficacia di simili dinamiche può risultare ancora maggiore quando le possibili azioni conseguenti alle notizie diffuse sono rapidamente realizzabili grazie alla possibilità di usufruire di servizi digitali per loro natura rapidi e caratterizzanti ad esempio il modello di business delle banche digitali. Infatti, specialmente in queste banche, la presenza di depositi altamente volatili, come tali maggiormente forieri di rischi, insieme alla garanzia di rapida movimentazione può dare luogo a crisi alimentate e aggravate dalla velocità di circolazione e diffusione di informazioni specialmente se inerenti lo “stato di salute” di una banca.

Da ciò deriva non solo la necessità di una maggiore attenzione al processo in

atto di riduzione del tempo nei servizi finanziari nelle sue differenti manifestazioni ma anche una crescente necessità, al fine di porre in essere interventi efficaci, di valutare attentamente, in alcuni ambiti, come mostrato proprio dal caso SVB, i tempi decisionali delle istituzioni, comprensivi della fase di valutazione e assunzione delle decisioni. Una simile valutazione appare tutt'altro che semplice da realizzare ed anche i progetti di modifica della disciplina delle crisi bancarie in atto non sembrano al momento in grado di tenere conto di simili criticità evidenziate nella recente attualità.

Allegra Canepa

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Milano*

NUOVI CONTRATTI DI CREDITO E TUTELE DEL CONSUMATORE: I MODELLI DI *BUY NOW PAY LATER* *

*(New credit agreements and consumer protection:
buy now pay later models)*

ABSTRACT: *Il credito ai consumatori si è trasformato e diversificato radicalmente grazie agli strumenti digitali che, da un lato hanno certamente reso più facile l'accesso al credito per un numero crescente di utenti, proponendo soluzioni più flessibili e inclusive, ma dall'altro hanno esposto i consumatori a nuovi rischi, spesso ignorati per insufficiente chiarezza sulla tipologia del servizio utilizzato e sulle condizioni economiche e giuridiche applicate. Sono nati nuovi prodotti, solitamente accompagnati agli acquisti on-line; tra questi, il cosiddetto Buy Now Pay Later, che presenta numerosi vantaggi per tutti i soggetti coinvolti ma anche rischi legati all'inapplicabilità delle tutele previste dall'attuale normativa sul credito al consumo. La nuova Direttiva Credito al Consumo (CCD II) mira a rinnovare l'attuale quadro normativo, aggiornandolo alle più recenti evoluzioni digitali ed estendendolo anche ai nuovi modelli contrattuali sviluppati on-line. Si intende costruire un sistema più ampio, più rigoroso, più trasparente ed efficiente volto ad aumentare la tutela dei consumatori e a promuovere un corretto utilizzo dei nuovi strumenti di accesso al credito, a limitare le pratiche irresponsabili dei finanziatori che possono avere effetti negativi indesiderati e impreveduti, a incrementare lo sviluppo delle attività transfrontaliere.*

Credit for consumers has transformed and radically diversified thanks to digital instruments which, on one hand have certainly made access to credit easier for a growing number of users, proposing more flexible and inclusive solutions, but on the other have exposed consumers to new risks, often ignored due to insufficient clarity

* Contributo approvato dai revisori.

about the kind of service used and on the applied economic and legal conditions. New products have arisen, usually accompanied to on-line purchases; among these, the so-called Buy Now Pay Later, that has several advantages for all the subjects involved but also risks linked to the inapplicability of protections foreseen by the current legislation on credit to consumers. The new Credit Consumer Directive (CCD II) aims at renewing the current legislative framework, updating it to the most recent digital evolutions and extending it also to the new contract models developed on-line. It intends to build a wider, stricter, more transparent and efficient system aimed at increasing consumers' protection and promote a correct use of the new instruments of access to credit, at limiting funders' irresponsible practices which can have unwanted and unforeseen negative effects, at increasing the development of transborder activities.

SOMMARIO: 1. La rilevanza delle piattaforme nella nuova dimensione digitale del credito al consumo. - 2. L'inquadramento del *Buy Now Pay Later* nell'attuale contesto normativo. - 3. Il credito digitale nell'impianto della *Credit Consumer Directive II*. - 4. Considerazioni critiche e prospettive regolatorie.

1. Tra le numerose, interessanti e stimolanti tematiche legate all'analisi degli effetti prodotti dalle innovazioni tecnologiche sul sistema economico-finanziario, sapientemente ed acutamente indagate dalla Professoressa Ammannati, quella relativa alle piattaforme digitali assume un particolare rilievo, per le articolate e complesse questioni connesse al ruolo svolto, di assoluta centralità, nelle più recenti dinamiche di mercato. Come ampiamente sottolineato dalla stessa autrice, l'affermarsi di tali nuove strutture in gran parte dei settori commerciali ha determinato una "innovazione epocale" connessa alla loro intrinseca capacità di trasformare i mercati e le relative transazioni ma anche, contemporaneamente, le

abitudini di spesa e di consumo degli utenti, i servizi e i prodotti offerti¹. Le piattaforme, infatti, facilitando l'accesso ad un'ampia gamma di beni e servizi e riducendone i costi, hanno modificato la natura stessa degli scambi e, contemporaneamente, la tipologia di domanda, inducendo nuovi bisogni e nuove preferenze². Da qui la necessità di individuare rinnovati approcci regolamentari in grado di garantire allo stesso tempo, secondo un recente ma ben definito approccio del legislatore europeo, l'attuazione di condizioni che sfruttino i benefici dell'evoluzione tecnologica senza tralasciare gli aspetti legati alla tutela degli utenti. Nel vasto e complesso panorama delle tematiche coinvolte dal nuovo modello operativo, quello relativo alla posizione del cliente, a sua volta declinato secondo distinti criteri ed attuato con il richiamo di diverse regolamentazioni, rappresenta lo spunto principale per l'indagine che si intende svolgere e che, inserendosi nel più ampio dibattito sulla ricerca di nuovi equilibri nelle relazioni con le imprese, intende focalizzarsi sulla portata di alcuni tra i più innovativi strumenti di credito strettamente legati alla radicale trasformazione digitale che sta interessando il sistema economico³. L'interesse per questi istituti deriva, oltre che dalla loro veloce diffusione, anche dall'attenzione rivolta dai più recenti provvedimenti normativi europei che, nell'intento di adeguare la disciplina vigente all'evoluzione dei mercati, intendono sfruttarne le indubbe potenzialità per le imprese, gli utenti e per l'intero sistema ma, anche, limitarne i rischi. Le nuove tecniche appaiono inserirsi tra le maglie lasciate sguarnite dalla vigente normativa nazionale che, sebbene destinata ad essere

¹ L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Federalismi.it*, n.7/2019, pag. 2 e ss.

² L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?*, in *RTDE*, n.1/2019, pag. 8 e ss. sottolinea come le piattaforme rappresentino non solo una sfida per i tradizionali modelli di *business* ma anche per legislatori e regolatori; "il dibattito sulle regole reagisce a quelle 'minacce' che hanno ad oggetto il crescente potere delle piattaforme sui mercati, gli effetti sul mercato del lavoro così come la tutela di consumatori e utenti e dei dati che essi forniscono costantemente".

³ Ancora L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale*, *Cit.*, rileva come la piattaforma non rappresenti un nuovo paradigma solo per i nuovi modelli di *business* ma anche per numerose categorie tradizionali del diritto tra le quali si possono ricomprendere anche le regole relative alla tutela del consumatore.

sostituita nel prossimo futuro, ha permesso a diverse piattaforme commerciali di impegnarsi anche nell'offerta di crediti al consumo, con modalità e termini assolutamente nuovi e particolari rispetto a quelli tradizionali⁴.

Proprio la specifica capacità delle piattaforme digitali di offrire un'ampia gamma di servizi diversi per natura, struttura, caratteri, finalità, integrati ed aggregati tra loro, rappresenta il punto di avvio della presente indagine⁵. Ciò permette di garantire una soddisfacente *customer experience* e di favorire la conclusione di transazioni tramite l'utilizzo di tutti i servizi coinvolti⁶: gli utenti possono usufruire di servizi tipicamente commerciali, come quelli di vendita di determinati prodotti, e di servizi finanziari ad essi collegati, come quelli di pagamento o di erogazione di credito, vivendo un'esperienza negoziale completa e soddisfacente in un medesimo contesto. L'offerta di soluzioni composite e modulari rispecchia e risponde all'evoluzione della domanda di consumo, anch'essa influenzata dalle trasformazioni delle abitudini e dei comportamenti di spesa degli utenti dipendenti dalla virtualizzazione delle relazioni con le imprese, in un rapporto di reciproca influenza⁷. Entrambi i profili divengono cruciali nella dimensione digitale degli scambi e richiedono l'individuazione di specifici strumenti capaci di conciliare le nuove esigenze di velocità, accessibilità, semplicità ed economicità con quelle tradizionali di correttezza, sicurezza degli scambi,

⁴ Secondo L. AMMANNATI, *La circolazione dei dati: dal consumo alla produzione*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore* a cura di R.Lener, G.Luchena, C.Robustella, Torino, 2021, pag. 105 e ss., le piattaforme sbaragliano le linee di confine tra i mercati, modificandone le modalità di accesso, vanificando le regole giuridiche di organizzazione dei mercati e allargando il fenomeno della deregolazione digitale.

⁵ Per una ampia ed approfondita analisi sui temi citati si rinvia al contributo di A. CANEPA, nello stesso numero di questa rivista.

⁶ Sul punto A. CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il Buy Now Pay Later*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, a cura di L. Ammannati e A. Canepa, Torino, 2023, pag. 95 e ss., sottolinea come la facoltà di offrire prodotti di diversa natura ha favorito un progressivo riconoscimento della piattaforma da semplice fornitore di servizi ad intermediario finanziario "di fatto" con conseguente effetto di re-intermediazione dei processi.

⁷ Per D. SICLARI e G.SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari retail: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *RTDE* n.2/2016, pag. 184 e ss., "la creazione di una relazione diretta, personale e "fisica" tra fornitore e cliente viene sostituita da interazioni anonime e a carattere digitale, in cui le identità, le preferenze e le scelte degli *users* sono semplificate, processate ed elaborate attraverso lo scambio di codici, algoritmi e dati".

affidabilità dei servizi.

Queste dinamiche coinvolgono anche il sistema finanziario che, in termini sostanzialmente analoghi, ha riorganizzato la propria offerta secondo i medesimi principi⁸. Già da tempo, il legislatore ha aperto la strada ad un profondo ripensamento della prestazione delle attività finanziarie, concentrando l'attenzione sulla necessità di tutelare e salvaguardare il fruitore finale dai nuovi rischi derivanti dal continuo rinnovamento del sistema⁹. La necessità di stabilire rinnovati equilibri negli assetti degli interessi coinvolti e di prevedere nuovi strumenti a ciò deputati, rappresenta il filo conduttore dei più recenti interventi normativi: se per un verso, infatti, l'offerta aggregata risponde pienamente alle esigenze provenienti dal lato della domanda allo stesso tempo, per altro verso, essa presenta elevate criticità connesse proprio alla particolare struttura che può esporre il cliente a rischi maggiori, non adeguatamente compresi e valutati e, quindi, a conseguenze non volute.

L'obiettivo che ci si propone è, pertanto, quello di individuare le anomalie più frequenti di questo sistema e di analizzare le misure adottate dal legislatore per eliminarle e per offrire al cliente un livello di protezione conforme anche ai principi rivenienti dal sistema bancario e finanziario. Si terrà conto, a tal fine, non solo dell'assetto normativo attualmente vigente ma anche, e soprattutto, delle prospettive che si apriranno con il recepimento della recente Direttiva sui contratti di credito ai consumatori.

⁸ F. PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, Milano, 26/09/2017, reperibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia, ritiene che l'offerta di servizi finanziari deve adattarsi rapidamente alla digitalizzazione dei consumi e dei processi produttivi, in modo che "all'immediatezza, semplicità e automazione che caratterizzano i consumi digitali debbano corrispondere medesimi criteri nell'offerta e nella fruizione dei servizi finanziari".

⁹ Ci si riferisce, in primo luogo, alla normativa dettata dalla Direttiva 2015/2366/UE (*Payment Services Directive - PSD2*) ed al modello da essa introdotto di *Open Banking*; in argomento si veda, tra i tanti, BANCA D'ITALIA, *Psd2 e Open Banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti*, novembre 2021; MAIMERI E MANCINI, a cura di, *Obiettivi e strumenti della PSD2*, in AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale, Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 87, settembre 2019, A. SCIARRONE ALIBRANDI – M. RABITTI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in *Liber Amicorum G. Alpa*, Milano-Padova 2019, pag. 711 e ss.

Anche questo settore, segnatamente, è interessato da profonde trasformazioni che se per un verso hanno certamente facilitato l'accesso al credito da parte di un crescente numero di utenti, proponendo soluzioni più agevoli ed inclusive, per altro hanno esposto gli stessi consumatori a rischi nuovi e spesso ignorati a causa di una insufficiente chiarezza sul tipo di servizio utilizzato e sulle condizioni, economiche e giuridiche, ad esso applicate. Il credito ai consumatori si è trasformato e si è diversificato notevolmente grazie agli strumenti digitali che hanno favorito la comparsa di nuovi prodotti che usualmente si accompagnano agli acquisti *on-line*; tra questi il c.d. *Buy Now Pay Later*, ovvero il modello "compra ora e paghi dopo", sta destando crescente interesse sia per le imprese offerenti sia per gli utilizzatori¹⁰. Tuttavia, accanto agli aspetti indubbiamente vantaggiosi del nuovo strumento si possono registrare rilevanti rischi per la posizione dell'utente e per le stesse imprese offerenti. Si intende sottolineare i primi e individuare i secondi, prendendo le mosse dall'attuale *framework* normativo e dirigendosi, immediatamente, verso il nuovo impianto che si propone di contemperare entrambi i profili creando condizioni più omogenee, efficienti e capaci di garantire correttezza dei comportamenti, sicurezza dei servizi prestati e tutela dei clienti e del sistema.

2. Nato come strumento utilizzabile in occasione di acquisti effettuati su piattaforme di *e-commerce* operanti in diversi settori, il *Buy Now Pay Later* consente di dilazionare il versamento del corrispettivo in diverse rate, senza l'applicazione di interessi e di altri oneri finanziari, ad eccezione di quelli legati ad eventuali ritardi o mancati pagamenti. Esso presenta vantaggi immediati per tutti i soggetti coinvolti,

¹⁰ Un'interessante analisi svolta da CRIF nel 2023, ha messo in luce come il fenomeno in esame abbia, di recente, avuto uno sviluppo esponenziale in corrispondenza di un aumento del suo gradimento presso il pubblico dei consumatori, registrando tassi di crescita annuali del 35% nel 2021 e del 47% nel 2022, notevolmente superiori a quelli del credito al consumo tradizionale, c.d. *small ticket*; oltre la metà delle richieste riguarda somme inferiori a 500 euro, importo notevolmente inferiore rispetto agli altri finanziamenti al consumo, mentre gli utilizzatori appartengono in gran parte alla generazione X ed ai millennials. Tale ricerca è reperibile all'indirizzo <https://www.crif.it/ricerche-eacademy/ricerche/market-outlook/paper-bnpl-italia-crif-2023>.

riconducibili ai tradizionali obiettivi posti a fondamento della normativa sul credito al consumo, ampliati dalla valenza della dimensione digitale.

L'utente può ottenere la disponibilità immediata di un bene senza privarsi dell'intera somma occorrente, versandone solo una parte e frazionandone la restante. L'accesso a tale servizio non richiede un accurato esame del merito creditizio dell'acquirente, né un'attività istruttoria particolarmente approfondita essendo sufficiente, al contrario e solo in via eventuale, una valutazione veloce e semplificata; ciò rende la proposta particolarmente invitante ed inclusiva, potendo permettere, anche a soggetti privi di idoneo *rating* creditizio per accedere ai finanziamenti tradizionali, acquisti altrimenti irrealizzabili.

Le imprese produttrici possono ottenere maggiori opportunità per aumentare la produzione e l'offerta di beni e servizi ed ampliare il mercato di riferimento, tenuto conto dell'operatività *cross-border* legata alla rete.

Le piattaforme di *e-commerce*, come sottolineato in precedenza, possono meglio fidelizzare la propria clientela con l'offerta di soluzioni integrate che riescono a mantenere il cliente al loro interno.

Infine i soggetti finanziatori, sfruttando nuove occasioni di collaborazione con i *merchant*, possono ampliare la propria clientela inserendosi in aree di mercato nuove con l'offerta di prodotti alternativi e più flessibili rispetto a quelli tradizionali.

Lo schema principale dell'operazione prevede l'intervento di un terzo soggetto che finanzia un certo acquisto versando al venditore l'intero corrispettivo in forza di uno specifico accordo. Il finanziatore, che riveste la qualifica di una banca o di un diverso intermediario finanziario autorizzato all'erogazione del credito, si assume il rischio del mancato o del ritardato pagamento da parte dell'acquirente, a fronte dell'incasso di una commissione versata dal *merchant*. Questa ipotesi non è disciplinata dalle norme sul credito al consumo, in forza delle esclusioni previste dall'art. 122 TUB, ma dalla disciplina generale relativa alla trasparenza delle condizioni contrattuali, di cui al Capo I, Titolo VI del TUB.

Un altro modello, diverso nella struttura ma analogo nelle finalità, prevede che il venditore conceda una dilazione di pagamento all'acquirente e ceda *pro soluto* il relativo credito ad una banca o ad un intermediario finanziario che, conseguentemente, finanzia indirettamente l'acquisto. Questa operazione, che trova legittimazione nella disposizione del V comma dell'art. 122 TUB, non trova copertura normativa né nelle norme sul credito al consumo né in quelle generali in tema di trasparenza, poiché non vi è alcun rapporto diretto tra intermediario autorizzato e consumatore. La semplice dilazione del pagamento del prezzo, accompagnata o meno da una cessione del credito a terzi, costituisce, attualmente, l'unica forma di finanziamento riconosciuta a imprese commerciali, non rientrando nell'ambito delle attività finanziarie riservate a soggetti abilitati.

Entrambi gli schemi permettono di ricondurre l'istituto all'interno della categoria dei contratti di finanziamento, nonostante la presenza di elementi tipici dei servizi di pagamento; più in particolare, esso va ricompreso tra le ipotesi individuate dall'art. 121, comma 1, lett. c) TUB - che apre il Capo II, Titolo VI dedicato al Credito ai Consumatori – per il quale l'espressione contratto di credito indica “il contratto con cui il finanziatore concede o si impegna a concedere a un consumatore un credito sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra facilitazione finanziaria”. Tale nozione sottolinea la funzione creditizia svolta da una serie di operazioni che, tenuto conto della qualifica del soggetto cui si rivolgono, presentano finalità tipicamente consumeristiche che rientrano nello scopo delle stesse, comune a tutte le parti e al quale tutte rivolgono l'effetto negoziale¹¹. È stato, più volte, rilevato come l'ampiezza delle tipologie di contratti che possono essere ricompresi in questa categoria sottolinea la vocazione “transtipica” della disciplina sul credito al consumo, nel senso che essa troverà applicazione a diverse fattispecie negoziali, sia tipiche sia

¹¹ In tal senso espressamente G. OPPO, *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, a cura di F. Capriglione, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, 1987; vedi anche L. MODICA, *Commento sub art. 121*, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di S. Bonfatti, Pisa, 2021, pag. 867 e ss.

atipiche, accomunate dalla finalità di concedere finanziamenti che agevolino l'acquisto di beni di consumo¹². Ciò consente di ricomprendere una serie di contratti diversi sotto il profilo contenutistico e strutturale tra cui, certamente, anche i modelli di *Buy Now Pay Later* più diffusi.

La natura creditizia è, peraltro, espressamente riconosciuta sia dalla Banca d'Italia – che descrive il fenomeno come una forma di finanziamento a breve termine di importo contenuto con il quale il consumatore fraziona il pagamento di un acquisto in un numero variabile di rate senza interessi¹³ – sia dalla più recente normativa europea – che si propone di estendere la nuova disciplina sul credito al consumo anche a tale fattispecie. L'Autorità Bancaria Europea, in una recente *Opinion*, ha espressamente convenuto sulla medesima natura per tutti i nuovi servizi digitali che favoriscono l'accesso al credito ai consumatori¹⁴.

Come sopra accennato, l'istituto si è progressivamente sviluppato sfruttando le maglie della legislazione vigente. Le già richiamate disposizioni dell'art. 122 TUB circoscrivono il perimetro applicativo della disciplina dettata dal Capo II, escludendo una serie di operazioni espressamente indicate; tra queste, il primo comma ricomprende alla lettera a) i contratti di credito, comunque denominati, il cui importo

¹² Così F. SARTORI, *Il Credito ai consumatori*, in AA.VV. *L'attività delle Banche* a cura di A. Urbani, Milano, 2020, pag. 239 e ss. Per M.R. MAUGERI, *Commento sub art. 121*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, Pisa, 2013, pag. 1416 e ss, G. ALPA-P.GAGGERO, *Commento sub art.121*, in AAVV, *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2018, pag. 2014 e ss., il tipo contrattuale utilizzato per fornire al consumatore la facilitazione finanziaria è irrilevante e la nozione di contratto di credito ai consumatori è il *nomen iuris* di un raggruppamento contrattuale trans-tipico.

¹³ L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, Caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper*, Novembre 2022, reperibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia.

¹⁴ L'EBA, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2)*, 23/06/2022, "has assessed different business models for the provision of BNPL services and has arrived at the view that the core service provided is of a lending nature and should be consider as granting credit". L'*Opinion* ricomprende sia i modelli di BNPL sia altre forme di erogazione digitale di credito al consumo, come i prestiti con anticipo sullo stipendio (c.d. *pay day lending*), i prestiti veloci (c.d. *quick loans*), i *pos-lending*, cui porre particolare attenzione soprattutto a causa degli elevati costi e dei rischi di sovraindebitamento che colpiscono, soprattutto, le fasce più vulnerabili di clientela con bassi livelli di reddito.

è inferiore a 200 euro o superiore a 75.000, alla lettera c) i finanziamenti nei quali è escluso il pagamento di interessi o di altri oneri, alla lettera d) i finanziamenti a fronte dei quali il consumatore è tenuto a corrispondere esclusivamente commissioni per un importo non significativo, qualora il rimborso del credito debba avvenire entro tre mesi dall'utilizzo delle somme. A tali fattispecie vanno aggiunte, ai sensi del richiamato V dell'art. 122 TUB, le dilazioni di prezzo concluse direttamente dai venditori di beni e servizi senza l'applicazione di interessi e di altri oneri. Le ragioni dell'esclusione sarebbero da ricercare, ad eccezione della ipotesi sopra soglia 75.000 euro, nella particolare limitazione di rischi economici per il consumatore che, in assenza di interessi e di altri oneri finanziari, rende tali contratti sostanzialmente gratuiti¹⁵.

Non trovano applicazione, parimenti, le disposizioni dettate dal successivo art. 124-*bis*, I comma TUB che richiede che il finanziatore, prima della conclusione del contratto, debba valutare il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando una banca dati pertinente¹⁶.

Il sistema delineato non appare pienamente adeguato all'attuale operatività dei modelli di *Buy Now Pay Later* in quanto, esaminati sotto un diverso profilo, gli stessi vantaggi rappresentano altrettante criticità legate proprio alle particolari modalità operative dell'istituto ed alla inapplicabilità dei presidi protettivi previsti dalla normativa sul credito ai consumatori.

¹⁵ Così, espressamente, G. LIACE, *Commento sua art. 122*, in AA.VV. *Commentario Breve al Testo Unico Bancario*, a cura di R. Costi – F. Vella, Milano, 2019, pag. 805 e ss., L. MODICA, *Commento sua art. 122*, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di S. Bonfatti, *Cit.*, pag. 876 e ss.

¹⁶ Per un approfondimento sull'efficacia di tale valutazione del consumatore, tra la cospicua letteratura, G. LIBERATI BUCCIATI, *Il merito creditizio del consumatore*, Milano, 2019, F. MATTASSOGLIO, *Commento sub art. 124 bis*, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di S. Bonfatti, *Cit.*, pag. 888 e ss., R. DE CHIARA, *Commento sub art. 124-bis*, in AAVV, *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione, *Cit.*, pag. 2160 e ss., R. VIGO, *Commento sub art. 124-bis*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, *Cit.*, pag. 1438 e ss.

In primo luogo va sottolineato come la mancanza di trasparenza e la non corretta comunicazione utilizzata nei messaggi rivolti al pubblico, che presentano tale strumento come una semplice modalità di pagamento particolarmente vantaggiosa, può ingenerare una pericolosa distorsione nella comprensione della reale portata dell'operazione ed indurre ad un'errata valutazione della stessa che può causare effetti imprevisti e rischi non voluti¹⁷. Allo stesso modo, anche l'assenza di una preventiva profilazione finanziaria e di una compiuta valutazione del merito creditizio può esporre il cliente ad un concreto rischio di sovraindebitamento, strettamente legato ad acquisti eseguiti senza la consapevolezza necessaria, concorrendo a causare o ad aggravare un'esposizione debitoria non compatibile con il proprio profilo finanziario. La sottoposizione dell'erogazione del credito alla presenza di determinate condizioni, infatti, se per un verso appare immediatamente proteggere l'efficienza e la stabilità del soggetto erogatore, allo stesso tempo ha la funzione di evitare esposizioni eccessive del cliente; la scelta in ordine all'opportunità di erogare il credito, nonché il relativo importo, è rimessa al finanziatore che, per questa via, tutela il cliente da esposizioni elevate e da difficoltà di restituzione delle somme ricevute in prestito¹⁸.

Per gli intermediari offerenti le maggiori criticità si legano per un verso alla particolare rischiosità di tali crediti ed alla connessa esposizione a maggiori incertezze e, per altro, all'andamento dei tassi di interesse che possono rendere l'operazione

¹⁷ Sono stati sottolineati i significativi rischi di sovraindebitamento derivanti da *bias* comportamentali favoriti dalle pratiche adottate dai soggetti offerenti, che possono indurre i consumatori a prendere decisioni non nel proprio interesse; in tal senso BANKING STAKEHOLDER GROUP, *BSG own-initiative paper on non-bank lending*, 24/03/2022, reperibile su https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library. Per A. CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo*, *Cit.*, tale situazione configurerebbe un'ipotesi di *shadow credit* non venendo garantita piena trasparenza per comprendere la differenza tra pagamento e finanziamento.

¹⁸ È stato rilevato come l'assenza di preventiva valutazione può indurre il cliente a cumulare diverse rateizzazioni, determinando un aumento inconsapevole dell'esposizione debitoria complessiva che può compromettere la capacità di rimborso ed indurlo a richiedere ulteriori prestiti nel tentativo di coprire le esposizioni precedenti; in tal senso T. ROSSI, *Il Buy Now Pay Later in Italia*, in *Attualità*, 29.11.2022, su www.dirittobancario.it.

troppo onerosa e quindi non più vantaggiosa¹⁹.

Tenendo conto di tali rilievi, la Banca d'Italia ha emanato una recente comunicazione con la quale ha inteso richiamare l'attenzione dei consumatori sulle forme più diffuse di *Buy Now Pay Later* nel mercato italiano sottolineando, per l'appunto, i possibili rischi connessi all'incentivazione di acquisti non del tutto consapevoli, e quindi non sostenibili, che possono aumentare il sovraindebitamento del consumatore. Il documento, ribadendo la natura di finanziamento, rileva l'assenza di una specifica normativa e la possibile sottoposizione ad una disciplina diversa a seconda dei soggetti erogatori e delle modalità utilizzate²⁰. In ordine all'individuazione delle possibili tutele, secondo l'Autorità di vigilanza quando il soggetto offerente è una banca o un intermediario finanziario, il cliente è tutelato dalle regole sulla trasparenza bancaria, potendo godere dei diritti a lui riconosciuti in tema di informazione precontrattuale, volte a fargli comprendere le caratteristiche, i rischi e i costi della rateizzazione e a confrontarle con altre offerte. Solo per i contratti il cui importo è pari o superiore a duecento euro, verranno applicate le regole dettate in tema di credito al consumo con il riconoscimento dell'obbligo, tra gli altri, di consegna al consumatore del modulo SECCI (*Standard European Consumer Credit Information*) contenente tutte le informazioni di base sul contratto concluso. Quando, invece, il finanziamento è offerto da un soggetto diverso da una banca o un intermediario finanziario, non è possibile applicare le regole sulla trasparenza bancaria e sul credito al consumo ma quelle generali dettate in tema di obbligazioni e di conclusione dei contratti.

¹⁹ La BANCA D'ITALIA, in L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, Caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo, Cit.*, ha sottolineato come in un periodo caratterizzato da stabilità dei prezzi e da tassi di interesse molto bassi, gli operatori di *BNPL* hanno potuto prestare a tasso zero ricavando profitto dalle commissioni a carico degli esercenti; al contrario, l'aumento dei tassi di interesse può avere un impatto negativo in termini di maggiore costo del debito che riduce i margini di profitto e di tassi di *default* della clientela più elevati.

²⁰ BANCA D'ITALIA, *Comunicazione in materia di Buy now pay later* del 27.10.2022, reperibile sul sito istituzionale dell'Autorità.

3. Recependo le istanze di cambiamento provenienti da diversi ambiti coinvolti, il Parlamento Europeo, a conclusione di un attento percorso di analisi e di verifica dell'applicazione della vigente normativa²¹, ha adottato la nuova Direttiva sui contratti di credito ai consumatori destinata ad abrogare l'attuale disciplina ritenuta ormai superata e non adeguata alla nuova realtà²². L'intenzione del legislatore è quella di rinnovare il quadro normativo vigente, aggiornandolo alle più recenti evoluzioni digitali ed estendendolo anche ai nuovi modelli contrattuali sviluppatasi *on-line*. Tali ragioni giustificano la costruzione di un sistema più ampio, rigoroso, trasparente ed efficiente, fondato su un sostanziale irrigidimento delle regole poste a carico dei creditori, in grado di aumentare la protezione dei consumatori e favorire un corretto utilizzo dei nuovi strumenti di accesso al credito, limitare pratiche irresponsabili dei finanziatori, incrementare lo sviluppo di attività transfrontaliere²³. Finalità centrale è quella di garantire che i consumatori compiano delle scelte informate nel momento in cui facciano richiesta di credito, potendo valutare se il contratto e i servizi accessori proposti siano adatti alle loro esigenze e alla loro situazione finanziaria grazie alla previsione di una serie di obblighi che il creditore deve adempiere prima della conclusione del contratto, nei modi e nei termini espressamente indicati.

²¹ La Proposta di Direttiva relativa ai crediti al consumo del 30.06.2021 contiene una ampia relazione che inquadra il contesto economico e normativo in cui viene sviluppata e richiama anche i risultati delle diverse consultazioni pubbliche effettuate presso tutti i portatori di interessi coinvolti, i cui *feedback* hanno posto l'accento sulla centralità del processo di digitalizzazione del mercato quale principale fattore per un efficace percorso di riesame della normativa. È emerso un generale favore ad un'ampia revisione della Direttiva 2008/48 per risolvere diverse problematiche derivanti dall'inadeguatezza dell'ambito di applicazione della stessa, da pratiche di prestito irresponsabili, dal sovraccarico di informazioni fornite ai consumatori, dall'utilizzo di dati e dall'eccessivo indebitamento dei clienti. Tale Proposta è reperibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT>.

²² Direttiva 2023/2225/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 relativa ai *Contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE*, pubblicata in GUUE del 30.10.2023.

²³ La *CCD II* fa parte della nuova agenda dei consumatori adottata nel 2020 e intesa ad aggiornare il quadro strategico generale della politica di intervento dell'UE in favore dei consumatori: COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione* della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio, *Nuova agenda dei consumatori - Rafforzare la resilienza dei consumatori per una ripresa sostenibile*, Bruxelles, 13.11.2020, COM (2020) 696 final.

In effetti anche la Direttiva CCD II, entrata in vigore il 20 novembre 2023 e che dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 20 novembre 2025 ed attuata entro il 20 novembre 2026, conferma la grande attenzione rivolta dal legislatore europeo alle continue trasformazioni del mercato del credito al consumo, come dimostra - fin dall'emanazione della Direttiva 87/102/CE del 22 dicembre 1986 e, successivamente, con le Direttive 2008/48/CE del 23 aprile 2008 e 2023/2225/UE del 18 ottobre 2023 – la ripetuta attività di valutazione dei livelli di applicazione delle normative vigenti e delle relative modalità tecniche tendente a risolvere le criticità via via emerse nella pratica corrente²⁴.

La nuova Direttiva riconosce che diversi contratti di credito non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva 2008/48/CE e che possono arrecare pregiudizio ai consumatori; tra questi anche i finanziamenti a breve termine ad alto costo, il cui ammontare è generalmente inferiore alla soglia minima di duecento euro e quelli che prevedono il rimborso del credito entro tre mesi senza l'applicazione di interessi o di altre spese come i nuovi sistemi "compra ora e aghi dopo"²⁵. Tali contratti vanno sottoposti alla nuova regolamentazione "per garantire una maggiore trasparenza e una migliore protezione dei consumatori, e di conseguenza una

²⁴ Già il considerando n. 5 della Direttiva 2008/48/CE del 23 aprile 2008, che abrogava la precedente Direttiva 87/102/CEE, affermava che "Le forme di credito offerte ai consumatori e utilizzate da questi sono cambiate notevolmente negli ultimi anni; sono comparsi nuovi strumenti di credito e il loro impiego continua a svilupparsi. Occorre pertanto modificare le disposizioni esistenti ed estenderne, se del caso, l'ambito di applicazione". Il Considerando n. 3 della Direttiva 2023/2225/UE riconosce che la Direttiva 2008/48 è stata solo parzialmente efficace anche a causa dell'evoluzione di fattori esterni, come quelli legati alla digitalizzazione che, per il considerando n.4, hanno contribuito "a sviluppi di mercato che non erano previsti quando la direttiva 2008/48/CE è stata adottata. I rapidi sviluppi tecnologici registrati dall'adozione di tale direttiva hanno difatti apportato cambiamenti significativi al mercato del credito al consumo, sia sul versante dell'offerta che su quello della domanda, come la comparsa di nuovi prodotti e l'evoluzione del comportamento e delle preferenze del consumatore". Per una completa analisi dell'evoluzione della normativa sul credito al consumo M.R. MAUGERI, *Commento sub art. 121*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cit., G. ALPA-P.GAGGERO, *Commento sub art.121*, in AAVV, *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Cit.

²⁵ Esplicativo sul punto è il considerando n. 16 per il quale "I sistemi «Compra ora, paga dopo» in virtù dei quali il creditore accorda un credito al consumatore al fine esclusivo di acquistare merci o servizi da un fornitore o prestatore, che sono nuovi strumenti di finanziamento digitali che consentono ai consumatori di effettuare acquisti e di saldarli col tempo, sono spesso senza interessi e senza altre spese e dovrebbero pertanto essere inclusi nell'ambito di applicazione della presente direttiva".

maggior fiducia da parte di questi” poiché “potenzialmente pregiudizievoli a causa dei costi elevati che comportano delle spese onerose in caso di mancati pagamenti”²⁶. Tenuto conto di ciò, l’art. 2 della nuova Direttiva, riformulando le previsioni contenute nelle lettere c) e f) del medesimo art. 2 di quella precedente, estende l’applicazione delle nuove disposizioni anche alle ipotesi di *Buy now pay later* di importo inferiore a duecento euro e fino alla soglia di centomila euro²⁷.

Rimangono esclusi, al contrario, ai sensi della successiva lett. h) del medesimo art.2, i finanziamenti concessi sottoforma di “dilazioni di pagamento in forza delle quali: i) un fornitore di merci o un prestatore di servizi, senza offerta di credito da parte di un terzo, concede al consumatore tempo per pagare le merci da esso fornite o i servizi da esso prestati; ii) il prezzo d’acquisto deve essere pagato senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per spese limitate che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento imposte in conformità del diritto nazionale; iii) il pagamento deve essere interamente eseguito entro 50 giorni dalla fornitura delle merci o dalla prestazione dei servizi”²⁸.

Sono altresì escluse, ai sensi della medesima lett. h) dell’art. 2 comma secondo, le dilazioni di pagamento offerte da fornitori di merci o prestatori di servizi diversi dalle microimprese, piccole o medie imprese, qualora detti fornitori stipulino contratti a distanza e vengano soddisfatte le seguenti condizioni: i) un terzo non offre né acquista crediti; ii) il pagamento è interamente eseguito entro 14 giorni dalla

²⁶ In tal senso il considerando n.15 della Direttiva CCD II.

²⁷ La precedente formulazione della lett. c) dell’art. 2, Direttiva 2008/48 prevedeva che la normativa non si applicasse ai “contratti di credito per un importo totale del credito inferiore a 200 EUR o superiore a 75.000 EUR”; la nuova formulazione della medesima disposizione prevede solo l’inapplicabilità ai “contratti di credito” per un importo totale del credito superiore a 100.000 EUR; scompare anche la previsione della precedente lett. f) che escludeva i “contratti di credito che non prevedono il pagamento di interessi o altre spese e contratti di credito in forza dei quali il credito deve essere rimborsato entro tre mesi e che comportano solo spese di entità trascurabile”.

²⁸ Il considerando 17 spiega questa esclusione con il fatto che “tali dilazioni di pagamento sono pratiche commerciali comunemente utilizzate per consentire ai consumatori di pagare solo a seguito del ricevimento della merce o dei servizi e risultano vantaggiose per i consumatori, ad esempio nel caso di dilazioni di pagamento delle fatture mediche, in cui gli ospedali danno tempo ai consumatori per saldare le spese mediche”. Ciò a condizione che non vi sia l’intervento di terzi, “come nei sistemi «Compra ora, paga dopo», che offrano un credito per la merce o il servizio”.

consegna delle merci o dalla prestazione dei servizi; *iii*) il prezzo d'acquisto è pagato senza interessi e senza altre spese, fatta eccezione per spese limitate che il consumatore è tenuto a pagare in caso di ritardi di pagamento, imposte in conformità del diritto nazionale.

Ne consegue che anche le semplici dilazioni di pagamento, che in precedenza potevano godere di confini più elastici, vengono regolate dalla nuova disciplina ove siano accompagnate dall'offerta o dall'acquisto di crediti da parte di un terzo finanziatore, prevedano un termine di adempimento superiore a cinquanta giorni dalla consegna del bene o dalla prestazione del servizio ovvero siano offerte dai grandi operatori digitali di *e-commerce* e prevedano un termine di adempimento superiore a quattordici giorni²⁹. Tale ultima previsione intende limitare la capacità delle grandi piattaforme di commercio di influenzare i comportamenti dei consumatori, inducendoli ad effettuare acquisti impulsivi e smisurati, e di indebolire i meccanismi di concorrenza, mediante offerte di dilazioni prive di adeguate tutele.

L'estensione della disciplina sul credito ai consumatori alle ipotesi più frequenti di *Buy now pay later*, anche offerte direttamente dai fornitori di beni e servizi alle condizioni sopra descritte, consente di rafforzare la protezione del finanziato, imponendo al creditore articolati obblighi di informazione, spiegazione, trasparenza e pubblicità che, precedendo la conclusione del contratto, dovrebbero garantire piena consapevolezza del cliente in ordine alla natura giuridica dell'operazione richiesta, alle condizioni ed ai possibili rischi da essa derivanti³⁰. Le informazioni rese dovranno essere corrette, chiare, non ingannevoli ed adattate ai dispositivi digitali, in modo tale

²⁹ Per M. ROMANELLI, *Il Buy Now Pay Later alla luce della Direttiva CCD II*, in *Attualità* del 30.11.2023, si delinea, in nome della protezione degli interessi dei consumatori, un nuovo ambito di attività creditizia riservata, in discontinuità rispetto al principio tradizionale secondo cui i venditori di beni e servizi possono concedere liberamente dilazioni gratuite del prezzo e senza particolari limiti temporali; reperibile su www.dirittobancario.it

³⁰ Esplicativo, sul punto, è il tenore dell'art. 8 della CCD II, relativo alle informazioni di base da includere nella pubblicità dei contratti di credito, che richiede che la pubblicità relativa ai contratti di credito includa un avvertimento chiaro affinché i consumatori siano consapevoli che "prendere in prestito denaro costa denaro, utilizzando la formulazione «Attenzione! Prendere in prestito denaro costa denaro» o una formulazione equivalente"

da consentire che il consumatore, ai sensi dell'art. 10, possa agevolmente confrontare le altre offerte di credito e prendere una decisione informata "sull'opportunità di concludere un contratto di credito sulla base delle condizioni di credito offerte dal creditore e, se del caso, delle preferenze espresse e delle informazioni fornite dal consumatore".

L'erogazione del credito, inoltre, dovrà essere preceduta da una attenta valutazione del merito creditizio volta a garantire protezione, secondo i canoni tradizionali sopra richiamati, sia dei finanziatori sia dei consumatori³¹.

Un'ulteriore novità di assoluto rilievo è introdotta dall'art. 37 che sottopone ad una particolare procedura di abilitazione, di registrazione e di vigilanza da parte di un'autorità competente indipendente di ogni Stato membro, i creditori che non siano enti creditizi né istituti di pagamento. Questa procedura non si applica agli enti creditizi, agli istituti di pagamento per i servizi di cui all'allegato I, punto 4 della Direttiva 2015/2366³², agli istituti di moneta elettronica per la concessione di crediti connessi all'utilizzo di servizi di pagamento; per i fornitori di merci ed i prestatori di servizi che siano microimprese, piccole e medie imprese che agiscono come intermediari del credito a titolo accessorio oppure come creditori a titolo accessorio - che concedono un credito sotto forma di dilazione di pagamento per acquistare merci e servizi da essi offerti, qualora il credito sia senza interessi e siano dovute dal consumatore solo spese limitate per i ritardi di pagamento imposte ai sensi del diritto nazionale – gli Stati membri potranno decidere di non richiedere l'abilitazione e la

³¹ Così l'art. 18 della nuova Direttiva. Secondo A.A. DOLMETTA, *Sulla valutazione del merito creditizio: la prospettiva del contratto di impresa*, in AAVV. *Sovraindebitamento e Consulenza sul debito - Un approccio multidisciplinare all'inclusione finanziaria*, a cura di P. Fiorio, U. Malvagna, A. Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2023, pag. 115 e ss., la rilevanza della valutazione compiuta dal finanziatore risponde all'idea di introdurre nel regolamento negoziale un dovere di protezione in capo al finanziatore (a specificazione del dovere di sana e prudente gestione), connesso alla salvaguardia del patrimonio del debitore.

³² Esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utente di servizi di pagamento: a) esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti a tantum; b) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento analogo dispositivo; c) esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti.

registrazione.

Dal sistema appena tracciato deriva la configurazione dell'offerta di contratti di *Buy now pay later* come un'attività riservata a soggetti abilitati, intesi in un'accezione più ampia ed elastica rispetto a quella tradizionale che ricomprende anche le grandi piattaforme di *e-commerce* entro i limiti descritti, la cui erogazione richiede la presenza di specifici requisiti – che dovranno essere stabiliti dagli Stati membri – che può essere prestata anche da soggetti non finanziari esclusivamente nella forma della dilazione di pagamento diretta senza l'intervento di un terzo finanziatore.

4. Le disposizioni della Direttiva CCD II ridisegnano il quadro normativo di riferimento per l'erogazione del credito al consumo con l'obiettivo di adeguarlo all'evoluzione dei mercati, degli assetti tra le parti, dei poteri di supervisione e controllo³³. In questa direzione appare assolutamente meritoria l'estensione dell'efficacia legislativa nei confronti di nuovi modelli negoziali, di nuove attività di finanziamento e di nuovi soggetti creditori che, parimenti, amplia i confini della categoria dei crediti al consumo ridefinendone la fisionomia, nell'ottica di offrire maggiore tutela all'utente, certezza giuridica e stabilità dei rapporti che possano incoraggiare un uso responsabile del credito.

Tale quadro, che troverà concreta definizione con la legge di recepimento e con probabili interventi attuativi delle autorità di vigilanza, impone un ripensamento dell'approccio organizzativo ed operativo dei soggetti offerenti, le cui strutture dovranno adeguarsi alle nuove regole e sottoporsi all'attività di controllo delle autorità competenti. Emerge, così, una particolare forma di vigilanza che, modificando il suo tradizionale perimetro applicativo, sarà svolta su soggetti non finanziari allo scopo di indirizzarne l'attività secondo termini e modalità compatibili

³³ Per A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in AA.VV. *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, a cura di V. Falce, Torino, 2021, pag. 1 e ss., la tecnologia non si pone come mero strumento dello svolgimento di attività tradizionali ma è in grado di riconfigurare le dinamiche di mercato, le relazioni tra i suoi attori, ivi comprese le autorità di supervisione, e quindi anche le regole.

con gli obiettivi della normativa speciale. Dal lato dell'utente, appare chiaro come la nuova regolamentazione offra una serie di strumenti volta ad accrescere la consapevolezza in ordine alla reale portata dei nuovi contratti di credito, attribuendo al finanziato una rinnovata posizione che tuteli e garantisca la sua capacità di compiere valutazioni e scelte informate e consapevoli.

Sebbene la portata del recente intervento sia certamente positiva e rientri pienamente nel più ampio progetto volto alla creazione di un mercato unico digitale europeo, è possibile rilevare qualche area di criticità che, con ogni probabilità, verrà affrontata dai provvedimenti di recepimento e di regolazione³⁴. Così, ad esempio, il regime di abilitazione e di registrazione che sarà determinato dall'autorità competente di ogni Stato membro potrebbe atteggiarsi diversamente rispetto alla tradizionale autorizzazione prevedendo, ad esempio, requisiti meno stringenti rispetto a quelli necessari per poter svolgere l'attività bancaria ma altrettanto efficaci per gli obiettivi fissati. Sarà necessario, inoltre, valutare la possibilità di riconoscere efficacia europea a tale abilitazione, evitando che i creditori operanti in diversi Stati debbano ottenere altrettante abilitazioni dalle rispettive autorità; ciò, evidentemente, sarebbe pienamente conforme alla naturale operatività transfrontaliera di un offerta digitale di servizi oltre che all'originario progetto di realizzazione di un mercato uniforme del credito al consumo ed ai più recenti interventi volti a riconoscere ai soggetti abilitati il c.d. passaporto europeo.

Le recenti disposizioni sembrano configurare un regime normativo non omogeneo rispetto alla qualificazione giuridica del soggetto creditore, i cui obblighi sono diversi nonostante l'erogazione di un servizio della stessa natura: gli intermediari creditizi non dovranno ottenere alcuna abilitazione, sull'evidente presupposto che l'autorizzazione di cui sono titolari ricomprenda anche l'offerta di

³⁴ Per L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore? Cit.*, gli interventi dell'Unione Europea diretti a modernizzare e a ridefinire gli strumenti di tutela dei consumatori sui mercati *online* adeguandoli alla figura, ormai predominante, del consumatore digitale vanno inquadrati all'interno della cornice delineata nella Strategia per un Mercato Unico Digitale.

contratti di *Buy now pay later*; parimenti gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, ma solo nei limiti sopra individuati entro i quali il *Buy now pay later* sarebbe un'attività accessoria rispetto al servizio di pagamento principale, potranno operare in forza dell'originaria autorizzazione; al di fuori di tale perimetro, si dovrebbe ricadere nell'applicazione della nuova direttiva e dei previsti obblighi, esclusivi per i soggetti sottoposti ad abilitazione. Mentre i primi sarebbero destinatari di un doppio regime, i secondi sarebbero sottoposti solo a quello dettato dalla direttiva, con un evidente disallineamento rispetto al principio generale, più volte richiamato in sede europea, *"same activity same risks, same rules"* e possibili incertezze interpretative ed applicative. Sul tale punto è stato sottolineato come sia necessario, per salvaguardare adeguatamente gli interessi dei consumatori, che la prestazione di un'attività finanziaria sia regolamentata e controllata allo stesso modo, indipendentemente da chi sia il fornitore³⁵; le differenze nel richiamo di norme e di controlli tra diversi tipi di soggetti che offrono lo stesso servizio finanziario potrebbe continuare a creare rischi elevati per i consumatori soprattutto qualora, come spesso emerge dalla realtà, il servizio di credito comporta anche la fornitura di un servizio diverso.

Alla luce di ciò, si può ritenere che la direzione tracciata dalla CCD II sia certamente corretta, nel momento in cui irrigidisce le regole per l'erogazione di credito, ricomprendendo attività finora escluse e sottoponendo a forme di obblighi di comportamento e di vigilanza nuovi operatori non finanziari. I futuri interventi attuativi dovranno fornire le necessarie soluzioni, anche sulla scorta di quanto sarà

³⁵ BANKING STAKEHOLDER GROUP, *BSG own-initiative paper on non-bank lending*, Cit., *"believes that the provision of a financial activity should be regulated and supervised in the same way, irrespective of who the provider is, in order to safeguard consumer interests. In this respect, there are significant differences in the regulatory demands and supervisory attention also between different types of financial institutions. The BSG would like to encourage the EBA to review the current regulatory and supervisory landscape also between different financial institutions offering the same financial service. Some examples are given in the following sections"*.

stabilito in sede di rivisitazione della disciplina sui servizi di pagamento³⁶; a tal proposito, infatti, l'Eba ritiene che la nuova Direttiva dovrà chiarire la natura creditizia del servizio prestato rispetto a quella dei servizi di pagamento, l'ambito di applicazione delle normative di riferimento ed i rapporti tra i servizi di erogazione di credito ed i servizi di pagamento³⁷.

Nel momento in cui la nuova regolamentazione sarà implementata ed integrata in modo adeguato contribuirà, certamente, a rendere il settore dei crediti digitali al consumo più robusto, affidabile ed innovativo, garantendo maggiore trasparenza e certezza in modo da favorire consumatori e creditori nel ricorso ad operazioni efficienti e responsabili. Fino a quel momento, tenuto conto dell'attuale normativa, si potrebbe puntare su campagne divulgative ed informative, oltre che sull'individuazione di buone pratiche operative, che mettano in guardia ogni consumatore digitale dai numerosi ed elevati rischi celati da strumenti che si presentano particolarmente accessibili e vantaggiosi.

Roberto Caratozzolo

Associato di Diritto dell'economia

nell'Università di Messina

³⁶Ci si riferisce alla Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE, Bruxelles, 28.6.2023 COM (2023) 366 final, c.d. PSD 3.

³⁷ EBA, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2)*, Cit., per la quale “it is not clear whether BNPL services can be treated as ancillary credit or not, nor how to capture the interplay between the provided payment service and the BNPL lending. In relation to the above, the EBA proposes to clarify in PSD2 the nature of the ancillary credit to the provision of payment services and whether it covers BNPL services and how the interplay between BNPL services and the provision of payment services should be treated”.

SVILUPPI DELLA CORPORATE GOVERNANCE BANCARIA TRA INNOVAZIONE, EFFICIENZA E RESPONSABILITÀ *

*(Advancements in Banking Corporate Governance Balancing Innovation,
Efficiency and Accountability)*

ABSTRACT: *Il saggio affronta gli sviluppi della governance nel settore bancario, concentrandosi sulle relazioni tra innovazione, efficienza e responsabilità. Nello specifico il lavoro esplora le sfide che l'innovazione tecnologica pone al regolatore con particolare riferimento alla responsabilità degli amministratori nella prospettiva corp-tech ed il rischio d'impresa nel settore bancario.*

The essay addresses developments in corporate governance in banking, focusing on the relationships between innovation, efficiency and accountability. In particular, it explores the challenges that technological innovation poses to the regulator, with particular reference to the responsibility of directors in the corp-tech perspective. The research addresses the above-mentioned topics with regard to the interaction between the new dynamics of corp-tech and business risk in banking.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La regolazione speciale alla prova dell'innovazione tecnologica. - 3. La professionalità degli amministratori nella prospettiva del corp-tech. - 4. Responsabilità individuale degli amministratori e implementazione dei sistemi di intelligenza artificiale. - 5. Il Corp-tech alla prova dell'Artificial Intelligence Act. - 6. Corp-tech e rischio di impresa nell'esercizio dell'attività bancaria.

1. Nel valutare lo sviluppo tecnologico che sta interessando la corporate governance bancaria, va considerato che la ricerca di un'adeguata formula

* Contributo approvato dai revisori.

organizzativa dei vertici dell'impresa bancaria è, da tempo, approdata ad una struttura che fa capo ad un vertice composto da organi sociali con compiti di direzione strategica, di gestione e di controllo, cui segue una netta separazione tra funzioni esecutive e di audit.¹ Per quanto non vi sia una uniformità applicativa dei modelli civilistici, gli enti creditizi hanno nel tempo disegnato il proprio organigramma facendo ampio ricorso alla autonomia privata, ferma la rispondenza all'obbligo di addivenire ad una struttura organizzativa atta ad assicurare la sana e prudente gestione, avendo riguardo anche all'efficacia dei controlli, nell'ambito di un progetto di governo societario atto a distribuire i poteri necessari per dirigere al meglio l'impresa e, quindi, svolgere l'attività bancaria in modalità tali a conseguire i risultati sperati entro i limiti segnati dall'esigenza di salvaguardare il risparmio raccolto.

E, condividendo questo punto di partenza, si può affrontare lo sviluppo della corporate governance bancaria nella 'età degli algoritmi' quale destinataria di innesti tecnologici che possono produrre radicali trasformazioni nelle modalità di amministrazione e controllo di un'impresa che raccoglie il risparmio, eroga il credito ed esercita le altre attività ad essa riservate sotto il controllo della vigilanza prudenziale.² Non è ancora il tempo per trarre considerazioni conclusive; tuttavia, l'analisi converge verso l'esigenza di governare il processo di innovazione. E ciò, appare possibile se le persone responsabili della produzione delle invenzioni sono sottoposte alle direttive dei vertici aziendali, al fine di permeare software, algoritmi e programmazioni della 'cultura delle regole' propria delle organizzazioni sottoposte ai

¹ Cfr. *ex multis* BASKERVILLE, CAPRIGLIONE, CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss.

² Cfr. AMMANNATI, CANEPA, *Presentazione a AA.VV.*, *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, p. IX; nonché AMMANNATI - GRECO, *Il credit scoring intelligente: esperienze, rischi e nuove regole*, in *AA.VV.*, *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, p. 1 ss. ove gli AA. indicano le conseguenze regolamentari rivenienti da innovazioni tecnologiche che mutano modalità e possibilità di accesso per effetto dell'uso di algoritmi in grado di elaborare crescenti quantità di dati anche c.d. 'alternativi' rispetto a quelli finanziari tradizionali. Ed invero, si muove dall'assunto che, a seguito di innovazioni siffatte, la valutazione del merito creditizio ha superato alcuni dei tradizionali, mediante il ricorso a tecniche sempre più sofisticate di analisi di una mole considerevole e variegata di dati.

controlli della vigilanza prudenziale.

Non v'è dubbio che, sinora, gli attori principali del governo societario sono stati gli azionisti, gli amministratori, i sindaci ed i manager. Trattasi di persone fisiche che, con ruoli diversi, hanno interagito all'interno della costruzione societaria per assicurare che l'esercizio dell'attività bancaria consentisse di perseguire lo scopo sociale indicato nello statuto e, più in generale, che l'ordinata composizione degli interessi rilevanti si conformasse alle prescrizioni previste dall'ordinamento bancario. Al contempo, un ruolo di secondario rilievo è stato sinora interpretato dai consulenti esterni o da altri soggetti che si sono relazionati con la banca su base contrattuale, stante l'opzione normativa che riconosce ai fornitori esterni la possibilità di supportare l'esercizio dell'attività bancaria, senza che la banca si svuotasse dei suoi contenuti essenziali.

In tale contesto, le regole del governo societario e la tipologia dei controlli pubblici riferibili alle banche erano stati adottati nell'assunto di una dialettica tra gli azionisti e gli esponenti aziendali; dialettica incentrata sulla relazione esistente tra l'assemblea dei primi e gli organi sociali, ferma la previsione di una sorta di gerarchia delle risorse aziendali, al vertice della quale era solitamente previsto un direttore generale e altri dirigenti con poteri esecutivi. Accanto a tale dialettica v'è sempre stata, poi, una dinamica interpersonale che travalicava le delibere e le rendicontazioni, conferendo alla banca una capacità di adattamento dell'organizzazione aziendale all'ambiente in cui si trovava ad operare, in modo tale da corrispondere alle accelerazioni improvvise che caratterizzano le dinamiche del mercato finanziario.

Al presente, tuttavia, l'organizzazione di una banca si sta arricchendo di un insieme di tecnologie in rapida evoluzione, in grado di apportare una vasta gamma di soluzioni alternative o concorrenti all'impegno per solito richiesto all'intelligenza

umana.³

Si versa in presenza di un percorso applicativo che si prefigge di garantire un miglioramento delle *performance*, attraverso l'ottimizzazione degli impieghi e dell'erogazione di servizi bancari, assicurando anche risultati vantaggiosi dal punto di vista sociale ed economico. Tuttavia, è diffuso il timore che una generalizzata applicazione di sistemi informatici siffatti possa altresì comportare nuovi rischi, oggi difficilmente prevedibili in considerazione della velocità dei cambiamenti tecnologici. Da qui, una difficoltà di nuovo tipo nel governo di una banca, la cui gestione sana e prudente potrà dipendere anche dalla funzionalità dei sistemi implementati da amministratori che perseguono lo sviluppo tecnologico dell'organizzazione aziendale.

2. A presidio di una efficace e competente composizione degli organi sociali, il regolatore ha adottato norme imperative e inderogabili in ordine alla qualificazione delle persone chiamate ad assumere le relative cariche.⁴ Trattasi di un assetto

³ Cfr. *ex multis* ALPA, L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico, Modena, 2021; CAPRIGLIONE, Diritto ed economia. Le sfide dell'intelligenza artificiale, in Riv. Trim. dir. Econ., Supplemento al n. 3, 2021; PANETTA, L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana, intervento all'inaugurazione del FinTech District, Comune di Milano – Ministero dell'Economia e delle Finanze, Milano, 26 settembre 2017; PELLEGRINI, Transparency and Circulation of Cryptocurrencies, in Open Review of management, banking and finance, 2021.

⁴ Al riguardo, le riflessioni proposte nel testo si collocano nel solco indicato in LEMMA, Quali orizzonti per la "corporate governance"? (Spunti dal libro "metamorfosi della "governance" bancaria" e , al nuovo regolamento della Banca d'Italia in materia di governo societario del 5 dicembre 2019), in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia 1/2020, 1, p. 103 ss. ove si muove dall'*affresco* disegnato dal libro "Metamorfosi della Governance Bancaria" (CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, 2019), nel quale si rappresenta il metodo e la struttura organizzativa con la quale si distribuisce il comando tra i dirigenti di un'impresa bancaria. Ed invero, in tale solco, la gestione e il controllo possono esser considerati più che una dicotomia, una coppia inseparabilmente avvinta in un legame dialettico tra l'accezione economica della 'corporate governance' e quella giuridica del 'governo societario'. Nel presente scritto, quindi, l'intervento pubblico non è invocato alla stregua di un fattore di rallentamento dello sviluppo di imprese e intermediari, ma viene considerato come uno degli effetti di una competizione crescente che i policymaker vogliono orientare verso i fini indicati dalla Costituzione. Non a caso, il solco che si segue affonda in un passato in cui, allorché si proiettava l'ordinamento verso la neutralità (CAPRIGLIONE, 1994), si individuava la causa originaria della regolamentazione del governo societario nell'insoddisfazione per la qualità della governance bancaria esistente; semplicemente, quest'ultima non era ritenuta abbastanza solida rispetto alle necessità della politica monetaria, ossessionata dalla stabilità e intenta a costruire compulsivamente ordine.

disciplinare atto ad assicurare un'equilibrata composizione⁵ che, in termini di capacità e competenza, possa soddisfare le esigenze poste dall'esercizio di compiti di amministrazione e di controllo ad elevato contenuto tecnico, sì da garantire una piena consapevolezza nell'esercizio dell'attività bancaria, nel rispetto delle regole poste a tutela del risparmio e a controllo dell'esercizio del credito.⁶

Tuttavia, appare necessario soffermarsi a considerare che, al presente, le regole che presidiano l'apparato organizzativo di un ente creditizio, pur costituendo un apprezzabile ausilio per l'ottimale esercizio dell'autonomia organizzativa,⁷ non contemplan gli effetti dell'innovazione tecnologica di recente immessa in circolazione e acquisita, a vario titolo, dalle banche.

Appare, infatti, possibile assumere che le regole vigenti non vennero pensate per orientare gli enti creditizi che intendono oggi arricchire l'organizzazione aziendale di sistemi che contemplan le attuali capacità di analisi ed elaborazione delle informazioni, mediante l'impiego di meccanismi che sono in grado di rappresentare *output* in modalità simili a quelle che per solito caratterizzano le conclusioni cui potrebbe pervenire l'intelletto umano, come avviene nei meccanismi solitamente descritti sommariamente nel riferimento alla qualificazione di 'intelligenza artificiale'. Ciò in quanto il ricorso da parte delle banche a meccanismi siffatti potrebbe introdurre nella governance bancaria, per un verso, efficienze e, per altro, processi decisionali eteronomi rispetto agli attori del governo societario.⁸

⁵ Si veda l'impostazione suggerita da ALPA, Note sulla "corporate governance" e sul sistema monistico, in *Contratto e impresa*, n. 1/2020, p. 1 ss.

⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *Supervisione e tipologia dei controlli pubblici*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2024, p. 127 ss.; si veda, altresì, RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a. [Consiglio d'amministrazione]?* (Note a margine di un convegno sull'Isola di Capri), in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1s/2022, p. 325 ss. ove l'A. propone un'impostazione analitica che, seppur incentrata sul tema della sostenibilità, presta particolare attenzione al principio della sana e prudente gestione delle banche e ai relativi effetti sui meccanismi di corporate governance.

⁷ Cfr. TOMBARI, *L'«autosospensione» degli amministratori di società bancarie tra diritto speciale e diritto comune*, in *Banca borsa e titoli di credito* 5/2021, 1, pp. 66.

⁸ Cfr. J.A. KROLL, *Accountability in Computer Systems*, in M.D. DUBBER, F. PASQUALE, S. DAS (eds.), *The Oxford handbook of ethics of AI*, Oxford University Press, Oxford, 2020, p. 183.

Si versa, dunque, in presenza di una lacuna che solleva l'esigenza di implementare una forma di supervisione pubblica sui sistemi di intelligenza artificiale nell'ambito della governance bancaria, nonché di indicare il criterio di imputazione delle responsabilità rivenienti dall'adozione dei sistemi stessi da parte delle banche.

3. L'attenzione posta in premessa sull'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale nel governo societario riviene dalla consapevolezza che la tecnologia, se per un verso contribuisce al miglioramento delle condizioni di esercizio della professione che vi ricorre,⁹ per altro amplia l'insieme dei soggetti da cui dipendono le decisioni poste a fondamento dell'attività bancaria, in quanto tale insieme non sarà composto solamente dalle risorse umane ricomprese nel perimetro dell'azienda bancaria, ma anche da quelle che si cooperano per la realizzazione dei sistemi di intelligenza artificiale predetti.¹⁰

Ed invero, sul piano delle capacità operative, va tenuta presente la possibilità per amministratori, sindaci e impiegati di una banca di utilizzare un immenso insieme di dati archiviati nei nuovi sistemi;¹¹ ciò, in un contesto in cui, sul piano della professionalità, i predetti soggetti possono arricchire le proprie prestazioni con i risultati delle capacità computazionali di nuovo tipo messe a disposizione dai predetti sistemi.¹²

⁹ Cfr. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale*, Torino 2020; ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021.

¹⁰ Cfr. CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. Le sfide dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. Trim. dir. Econ.*, Supplemento al n. 3, 2021.

¹¹ Cfr. per tutti LENER, *Intelligenza artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento n. 2 al n. 3/2021, p. 110.

¹² Utile considerare l'impostazione proposta da TROIANO, *Notarelle a margine del saggio solidarietà di Guido Alpa*, in *Riv. Trim. dir. Econ.*, Supplemento al n. 1, 2023, ove l'A. sottolinea la rilevanza del concetto di solidarietà nei rapporti contrattuali, nell'intreccio con l'interpretazione delle regole di buona fede e correttezza, raccogliendo, nella prospettiva della regolamentazione finanziaria, specifici profili che in diversa guisa possono essere messi in relazione con il concetto di solidarietà e con la matrice di interessi ad esso riconducibile. Ed invero, l'A. precisa che trasparenza e correttezza comportamentale certamente hanno mostrato un rilevante mutamento per quanto riguarda sia la formalizzazione delle previsioni che le regolano sia il rilievo nella concreta conduzione delle politiche di vigilanza a livello domestico. E ciò anche in chiave di ridisegno della focalizzazione delle autorità

Tuttavia, va anche considerato che, a fronte di tali possibilità, v'è la conseguenza che le persone testé indicate non operano nel mero ossequio alla propria scienza e coscienza, ma anche in base alle risultanze delle elaborazioni algoritmiche prodotte dai sistemi in parola;¹³ sistemi che - per solito - sono prodotti da soggetti estranei all'organizzazione aziendale della banca di riferimento (e che - tramite le elaborazioni formulate - possono condizionare l'operatività della banca che ha implementato i sistemi stessi). Donde, il nuovo difficile compito di adoperarsi per evitare che il loro ruolo si riduca ad un mero vaglio dei risultati prodotti dall'intelligenza artificiale. È, infatti, attuale il rischio che una persona si adagi sui suggerimenti della macchina, piuttosto che assumersi la responsabilità di confutarne i risultati.

Ciò, pone in termini nuovi le questioni da tempo all'attenzione dei giuristi sui rapporti tra proprietà e controllo negli enti creditizi, in quanto l'orizzonte delle relative relazioni travalica l'ambito bilaterale (dei rapporti tra azionisti e amministratori) per estendersi sino a considerare l'ambiente multilaterale di mercato in cui trovano esecuzione gli scambi necessari per acquisire i sistemi di intelligenza artificiale utilizzati nell'ambito del governo societario (e, per l'effetto, i contratti con i relativi produttori, nonché le condotte di questi ultimi).

È evidente, quindi, l'esigenza di un tempestivo intervento pubblico volto a specificare i criteri di imputazione della responsabilità in capo ai singoli amministratori e, quindi, definire i contenuti della prestazione richiesta a questi ultimi nell'ambito del relativo consiglio.¹⁴

nazionali creditizie in un contesto che ha visto una rilevante attrazione a livello sovranazionale delle politiche di supervisione.

¹³ Sul punto, si richiama l'impostazione proposta da ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, prefazione a AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss.; analogamente DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Torino, 2020, p. XII ss.

¹⁴ Va, peraltro, considerato che il rapporto tra un consigliere e il consiglio presenta una natura complessa, in quanto egli è chiamato a valutare l'adeguatezza della compagine formatasi secondo un criterio di giudizio che non abbia riguardo solo alla meritevolezza o all'adeguatezza complessiva, ma

Alla luce di quanto precede, appare possibile ritenere che un'esigenza siffatta si amplifichi in considerazione dell'accelerazione in corso nel comparto delle nuove tecnologie e della crescente implementazione di soluzioni applicative che sostituiscono le attività umane con azioni di matrice algoritmica.¹⁵

In altri termini, la possibilità di un variegato impiego di innovazioni tecnologiche a supporto degli organi sociali - anche quando non ne automatizzano le funzioni, ma semplificano l'esercizio delle relative attribuzioni - solleva questioni di nuovo tipo, a partire dalla necessità di raccordare costantemente l'impiego di meccanismi artificiali e professionalità naturali all'interno dei processi afferenti alla valutazione del merito creditizio e alla gestione dei rapporti con la clientela.¹⁶ Ciò, in un contesto organizzativo in cui tali processi sono frammentati in fasi attribuite alla competenza di una pluralità di uffici, impegnati in una sequela di valutazioni (che spaziano dall'acquisizione di informazioni dal cliente, in fase precontrattuale, al monitoraggio e all'analisi andamentale, dopo la conclusione del contratto di finanziamento).¹⁷

È, infatti, concreto il pericolo che l'automazione di un processo così frammentato possa risolversi con la generalizzata accettazione dei risultati valutativi formulati dai software - utilizzati per agevolare o elaborare le analisi che sono poste al vaglio degli uffici e del consiglio di amministrazione¹⁸ - e, quindi, con il sostanziale deferimento dei compiti valutativi in capo ai soggetti che hanno impostato i

anche al parametro della *board diversity*, potendo esser costretto a registrare situazioni in cui la rispondenza a tale ultimo parametro conduca a condizioni sub-ottimali.

¹⁵ Cfr. PELLEGRINI, Il diritto cibernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria, in AA.VV. *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2019, p. 354

¹⁶ Cfr. ŻUCHOWSKI, CAPRIGLIONE, CASALINO, SKRODZKI, *Crypto assets, decentralized autonomous organizations and uncertainties of distributed ledger technologies*, in *Law and Economics Yearly Review Journal - LEYR*, Queen Mary University, London, UK, vol. 11, part 1, pp. 123-155, 2022.

¹⁷ Cfr. L. ENRIQUES, W.G. RINGE, *Bank-fintech partnerships, outsourcing arrangements and the case for a mentorship regime*, in *Capital Markets Law Journal*, 4, 2020, p. 376 ss.

¹⁸ Cfr. AMMANNATI, GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, p. 296.

parametri posti a fondamento dei software stessi (i.e. i programmatori).¹⁹

Appare, quindi, ineludibile l'assunzione di nuove regole che - al fine di tutelare il risparmio, controllare il credito, assicurare la stabilità finanziaria e preservare adeguati livelli di concorrenza - presidino l'utilizzo della strumentazione basata sull'intelligenza artificiale, in quanto quest'ultima, pur incrementando in modo significativo le possibilità di sviluppo dell'operatività aziendale,²⁰ esprime soluzioni basate sulle scelte assunte dai relativi programmatori, i quali risultano estranei sia all'organizzazione aziendale di un ente creditizio, sia ai controlli pubblici previsti dall'ordinamento vigente sulla corporate governance bancaria.

4. Sotto altro profilo, va considerato che i più recenti modelli organizzativi dell'attività bancaria - per quanto rispondenti ad una combinazione di *best practices* e orientamenti di vigilanza - allontanano, nel tempo e nelle competenze, la richiesta di finanziamento dalla decisione di concessione del credito. In particolare, tali modelli introducono frapposizioni che separano nettamente le persone preposte alla ricezione e alla analisi della richiesta del cliente da coloro che sono chiamati ad elaborare la risposta della banca.²¹ Pertanto, la scelta di procedere all'erogazione di un credito, per quanto deliberata in consiglio dagli amministratori, riviene da un processo decisorio che - sul piano delle concretezze - potrebbe sostanziarsi nella formulazione di una proposta da parte degli uffici preposti e nella verifica del

¹⁹ Cfr. AA.VV., *The role of banks' technology adoption in credit markets during the pandemic*, a cura di BRANZOLI, RAINONE, SUPINO, Temi di discussione della Banca D'Italia (Working Papers), marzo 2023, per una variegata panoramica dell'adozione di tecnologie digitali da parte delle banche italiane, ove si conclude con il riscontro di una correlazione tra il livello di digitalizzazione degli intermediari ed il volume di credito erogato.

²⁰ Cfr. CAPRIGLIONE, SEPE, *La spinta della Banca Centrale Europea per la grande dimensione*, in *II Sole24Ore* del 7 aprile 2021.

²¹ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Financial intermediation and new technology: theoretical and regulatory implications of digital financial markets*, a cura di LANOTTE e TRAPANESE, in *Questioni di Economia e Finanza*, aprile 2023, n. 758, Introduzione, p. 5. Ove si conclude che i perimetri regolamentari potrebbero essere ampliati per presidiare i rischi connessi con le attività rimesse ai nuovi fornitori.

processo che ha portato a tale proposta da parte degli amministratori.

Al presente, tuttavia, tale assetto sostanziale non è considerato da taluni orientamenti giurisprudenziali, per cui gli organi giudicanti sono potuti addivenire all'inaccettabile conclusione secondo cui ogni perdita della banca che derivi da un inadempimento dei relativi clienti possa esser imputata agli amministratori che hanno deliberato la relativa concessione di credito.²² Va da sé che l'impostazione prudenziale del settore bancario non può ammettere un assetto delle responsabilità secondo cui i singoli amministratori sono chiamati a rispondere dell'avveramento delle predizioni in ordine all'adempimento da parte dei clienti; predizioni che, peraltro, rientrano nei compiti delle funzioni aziendali preposte all'esecuzione delle analisi sul merito creditizio (sinteticamente rappresentate al consiglio) e che si concludono con una stima probabilistica del rischio (e non con una esclusione del medesimo).

A ben considerare, il predetto orientamento giurisprudenziale non è compatibile neanche con l'attuale impostazione competitiva del mercato, in quanto ogni ente creditizio è chiamato ad operare in un mercato rischioso, esponendosi sino a concorrenza dei mezzi propri, in conformità al singolare, ma essenziale ruolo ricoperto dalle banche nella circolazione della ricchezza, nella moltiplicazione della moneta e, in definitiva, nel finanziamento dell'economia reale.²³

²² Cfr. LEMMA, Amministratori di banca tra rischio d'impresa e responsabilità individuali, nota ad ordinanza della Corte di Cassazione del 20 settembre 2023, n. 26867 in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2023, II, p. 61 ss.

Si veda, altresì, FERRETTI, Note in tema di responsabilità degli amministratori non esecutivi delle banche, in *Giurisprudenza commerciale* 1/2020, 2, p. 90 ove si confrontano le previsioni dell'art. 2381 c.c., comma 6, c.c. e le Disposizioni della Banca d'Italia di cui alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013.

²³ Cfr. RABITTI, Intelligenza Artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, supp. n. 2 al n. 3, p. 295 ss. ove si imposta il problema in esame muovendo dalla constatazione che le imprese che producono, immettono nel mercato e ricorrono nell'esercizio della propria attività di impresa a sistemi dotati di intelligenza artificiale sono già destinatarie di obblighi, procedure, standard e cautele, progressivamente stringenti in relazione al livello di rischio che si assume la tecnologia porti con sé; cfr. BODELLINI, Tra principi generali e standards internazionali di soft law: la disciplina europea sulla finanza sostenibile e l'inizio di una nuova stagione per il 'Brussels effect'?, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*,

Ciò posto, occorre considerare i problemi specifici che un orientamento siffatto pone all'industria bancaria nel momento in cui essa si proietta verso la generalizzata applicazione dell'intelligenza artificiale. Ed invero, in tale prospettiva, tale orientamento risulta ancor più inaccettabile in quanto comporta una piena responsabilizzazione degli amministratori per le perdite di una banca realizzate in esito ad operazioni decise con l'ausilio - più o meno pervasivo - di sistemi di intelligenza artificiale.²⁴

Al più, appare possibile aprire un dibattito sull'opportunità di disciplinare il regime di responsabilità degli amministratori in presenza di scelte volte ad informatizzare il processo decisionale che conduce all'erogazione del credito, nonché della selezione di macchine che fossero in grado di espletare tale attività. Analogamente è a dirsi per la regolamentazione dei corollari di scelte siffatte, in quanto la presenza di incertezze su tale regime potrebbero produrre conseguenze nefaste di *adverse selection* che porterebbero i soggetti maggiormente prudenti a rifiutare gli incarichi di amministrazione e controllo nelle banche. Inoltre, appare evidente che un regime di responsabilità siffatto induce gli amministratori a rallentare lo sviluppo tecnologico dell'organizzazione bancaria, in quanto potrebbero temere di subire le conseguenze negative di eventuali errori computazionali o predittivi dei software prescelti.²⁵

Del resto, al momento, il settore informatico si caratterizza per l'assenza di controlli sui programmatori dei sistemi in parola, per i quali non è previsto che

2023, I, p. 338 ss. con riferimento ai nuovi principi generali creati dal legislatore europeo, tra i quali rileva la c.d. 'double materiality', quale contributo sostanziale al raggiungimento di obiettivi per la qualificazione delle attività economiche.

²⁴ Cfr. ZETZSCHE, DOUGLAS, BUCKLEY, TANG, Artificial Intelligence in Finance: Putting the Human in the Loop, in CFTE Academic Paper Series: Centre for Finance, Technology and Entrepreneurship, n. 1, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/006, 2020, disponibile su www.ssrn.com.

²⁵ Cfr. G. CORNELLI, J. FROST, L. GAMBACORTA, J. JAGTIANI, The Impact of Fintech Lending on Credit Access for U.S. Small Businesses, WP 22. 14 April 2022, Federal Reserve Bank Philadelphia; nonché T. BERG, V. BURG, A. GOMBOVIC, M. PURI, On the Rise of FinTechs: Credit Scoring Using Digital Footprints, in *Rev. of Financial Studies*, 2020.

un'autorità di supervisione eserciti poteri regolamentari, ispettivi e sanzionatori al fine di controllare l'affidabilità delle informazioni, la resilienza dei sistemi e l'attendibilità dei calcoli.²⁶ E, a fronte di tale liberà, non appaiono sufficienti i controlli attualmente previsti per il caso in cui i programmatori siano qualificati come fornitori di elementi essenziali rispetto alla struttura organizzativa prospettata all'autorità di settore.²⁷

5. In presenza delle condizioni regolamentari e giurisprudenziali dianzi richiamate, appare opportuno un intervento pubblico che affronti congiuntamente le variegate questioni riferibili alla configurazione della prestazione professionale richiesta ai membri degli organi sociali, alla misura della relativa responsabilità, agli effetti del ricorso a sistemi di intelligenza artificiale e, se del caso, alla possibilità di predeterminare *ex lege* le conseguenze di perdite derivante da default di clienti affidati a seguito di processi valutativi condotti dalle funzioni aziendali o da sistemi informatici; ciò, congiuntamente alla definizione di regole univoche per l'imputazione delle relative responsabilità (ai membri degli organi sociali, ai dipendenti o ai fornitori dei software).

In via generale, appare possibile porre le questioni suddette in termini che, pur nell'estrema varietà delle configurazioni strutturali delle imprese bancarie, tengano conto delle attuali opzioni applicative dell'intelligenza artificiale, avendo riguardo ai casi in cui i sistemi di intelligenza artificiale forniscono risultati che non

²⁶ Cfr. BARBAGALLO, Intervento al Convegno Invernale 2019, "FinTech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia", Napoli, 8 febbraio 2019.

²⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, Regolazione e controllo finanziario nell'era del digitale, relazione svolta nell'Università Unitelma Sapienza il 19 maggio 2023; si veda altresì A. SACCO GINEVRI, Esternalizzazione (outsourcing), in G. FINOCCHIARO, V. FALCE (a cura), Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico, Zanichelli, Bologna, 2019; nonché M. MAUGERI, Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento, in Banca, borsa, tit. cred., 4, 2010, p. 439 ss.

sono verificabili dagli utilizzatori.²⁸ Ed invero, in tali casi, è certo che le funzioni di controllo della banca non sono nella condizione di verificare la funzionalità dei programmi, per cui appare improcrastinabile un intervento del legislatore che chiarisca il regime di responsabilità per l'applicazione dei risultati prodotti dai sistemi in parola nell'ambito dell'esercizio del credito e della raccolta del risparmio. Diversamente, il mercato verserebbe in una condizione di incertezza sino a quando non trovi affermazione un orientamento giurisprudenziale che risponda alle istanze aventi ad oggetto i danni causati dai sistemi stessi.²⁹ Tale condizione, peraltro, si riverbera sulla constatazione dell'esposizione del patrimonio ai rischi operativi e, quindi, sulla computabilità dei relativi presidi; ciò, con ovvi effetti sulla regolarità della contabilità prudenziale riferibile ai fondi propri e, in definitiva, al sistema improntato sul patrimonio di vigilanza.

Orbene, una risposta alle questioni in esame potrebbe arrivare dalla ricerca di una forma di responsabilità che presiderebbe una realtà operativa in cui gli amministratori sono chiamati ad indicare l'assetto tecnologico della propria banca, nella consapevolezza che un ampio ricorso ai sistemi di intelligenza artificiale può allontanare la possibilità di conoscere le valutazioni che vengono formulate in ordine al merito creditizio dei clienti; ciò, anche limitando le possibilità di intervento delle funzioni aziendali tradizionalmente competenti ad istruire le pratiche di finanziamento.

Sicché, una realtà siffatta mette in crisi ogni eventuale ipotesi di attribuzione agli amministratori delle responsabilità per le perdite rivenienti dall'inadempimento

²⁸ Cfr. CONSOB, AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?, in Quaderni giuridici, n. 29, maggio 2023, p. 9.

Si veda altresì RABITTI, Intelligenza Artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2021, supp. n. 2 al n. 3, p. 308 ss. ove si considerano anche i casi in cui i software sono provvisti di autonome capacità accrescitive rispetto alle programmazioni operate dai secondi.

Cfr. DIRETTIVA (UE) 2022/2556 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 dicembre 2022 che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 e (UE) 2016/2341 per quanto riguarda la resilienza operativa digitale per il settore finanziario²⁹.

dei clienti affidati dalla banca, donde l'esigenza di un pronto intervento del legislatore che definisca le incombenze che gravano sugli esponenti aziendali, soprattutto nel caso dell'applicazione (*rectius*: dello sfruttamento degli spazi dell'autonomia privata per lo sviluppo) di sistemi basati sull'intelligenza artificiale.³⁰

Tuttavia, non va omissa di considerare che un *favor* per l'evoluzione tecnologica del settore richiede che la questione andrebbe risolta senza ricondurre in capo agli amministratori anche le responsabilità per le operazioni che sono state promosse da sistemi di intelligenza artificiale;³¹ ciò, in quanto questi ultimi - nel caso di algoritmi tradizionali³² - seguono processi e parametri preimpostati ovvero - nel caso di *machine learning*³³ - elaborano autonomamente e costantemente nuovi criteri di inferenza tra dati (e che, per l'effetto, assumono decisioni sulla base di tali elaborazioni, secondo un percorso completamente estraneo alla professionalità degli esponenti bancari).

6. Alla luce delle considerazioni che precedono appare evidente che la configurazione tecnologica della governance bancaria desta preoccupazioni di vario tipo. Ed invero, queste ultime non si esauriscono nel solo riferimento alla possibilità che gli amministratori condizionino le loro scelte per il rischio che ogni perdita

³⁰ Cfr. LEMMA, Intelligenza Artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, supp. n. 2 al n. 3, pp. 321 – 322.

³¹ Sulla non imputabilità all'uomo degli esiti dei sistemi d'intelligenza artificiale più evoluti, cfr. FILIPPELLI, La collusione algoritmica, in *Orizz. dir. comm.* (orizzontideldirittocommerciale.it), fasc. speciale, 2021, pp. 375 ss.

³² Cfr. Consiglio di Stato, sez. III, 25 novembre 2021, n. 7891.

³³ Cfr. BANK OF ENGLAND, DP5/22 – Artificial Intelligence and Machine Learning, in part. punto 2 – Supervisory authorities' objectives and remits, dove tale Autorità chiarisce che “AI may bring important benefits to consumers, financial services firms, financial markets, and the wider economy. The promise of this technology is to make financial services and markets more cost-effective, efficient, accessible, and tailored to consumer needs. However, AI can pose novel challenges, as well as create new risks or amplify existing ones. Therefore, the supervisory authorities have a close interest in the safe and responsible adoption of AI in UK financial services. In line with their statutory objectives and to support the safe and responsible adoption of AI technologies in UK financial services, the supervisory authorities may need to intervene further to manage and mitigate the potential risks and harms related to AI applications.”

patrimoniale prodotta dai sistemi di intelligenza artificiale possa esser imputata alla loro responsabilità,³⁴ ma anche nella consapevolezza della possibilità che le nuove tecnologie incidano negativamente sui processi che conducono all'assunzione delle decisioni. Ciò in quanto, in presenza di ausili informatici, un amministratore è costretto ad assumere le proprie decisioni all'interno di una rete creata da connessioni tra informazioni, probabilità, utilità, tecniche inferenziali e modelli «*prediction-estimation-attribution*».³⁵

Non può dirsi che un sistema informatico siffatto divenga un *consulente* del Consiglio di Amministrazione, ma si deve rilevare che tale sistema interferisce con le logiche del *business process management*,³⁶ in quanto - come si è anticipato - appare concreto il rischio che gli amministratori potrebbero esser chiamati a giustificare il loro dissenso rispetto ai *suggerimenti* formulati da un computer e non più a formulare le decisioni necessarie per il funzionamento dell'azienda bancaria.³⁷

Si sollevano, in sintesi, apprensioni che travalicano la ricerca di una sana e prudente gestione nel contesto competitivo del mercato bancario, in quanto vi è il pericolo che la governance aziendale si orienti verso la minimizzazione delle perdite e, per l'effetto, addivenga ad un appiattimento dell'operatività che, per un verso

³⁴ Ciò, per effetto di un vaglio giudiziario che non si preoccupa né di ricollegare la manifestazione dei rischi d'impresa alle ordinarie dinamiche di mercato, né di imputare l'eventuale errore all'inadempimento di uffici, unità aziendali o fornitori di software preposti ad una delle fasi che danno contenuto all'attività di concessione del credito; cfr. Cfr. LEMMA, Amministratori di banca tra rischio d'impresa e responsabilità individuali, nota ad ordinanza della Corte di Cassazione del 20 settembre 2023, n. 26867, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2023, II, p. 61 ss.

³⁵ Cfr. A. FUSTER, P. GOLDSMITH-PINKHAM, T. RAMADORAI, A. WALTHER, Predictably Unequal? The Effects of Machine Learning on Credit Markets, in The Journal of Finance, February 2022, p. 9 ss. ove gli AA. concludono che «the machine learning model is predicted to provide a slightly larger number of borrowers access to credit and to marginally reduce disparity in acceptance rates (i.e., the extensive margin) across race and ethnic groups in the borrower population ... that is, Black and Hispanic borrowers receive very different rates (within group) under the machine learning technology».

³⁶ Sia consentito far cenno alle tipologie di dati utilizzati nel sistema tradizionale di valutazione del merito creditizio e in quello basato su decisione algoritmica, cfr. WORLD BANK, Credit Scoring Approaches Guidelines, 2019, pp. 9-10.

³⁷ Cfr. PASQUALE, The Black Box Society. The secret Algorithms That Control Money and Information, Harvard University Press, Cambridge, 2015.

rifugge l'innovazione tecnologica e, per altro, si attesta sui livelli delle operazioni *risk-free*,³⁸ probabilmente incapaci di sostenere da sole i costi dell'impresa bancaria, né di produrre gli altri effetti economici che caratterizzano positivamente il sistema bancario (dalla moltiplicazione della base monetaria al sostegno alla crescita economica).³⁹

Appare utile considerare, a questo punto dell'indagine, che i fondamenti razionali di ogni valutazione in ordine alla convenienza di assumere la carica di amministratore di una banca sono minati dai citati percorsi argomentativi in ordine alle responsabilità e ai nuovi modelli decisionali condizionati dall'intelligenza artificiale; ciò, a prescindere dalle ulteriori remore che possono esser indotte dall'entità delle sanzioni, in un mercato in cui l'accettazione di questi ruoli è limitata dal divieto di *interlocking directorates* (introdotto dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214).⁴⁰ Pertanto, nell'auspicare un intervento legislativo in materia di corp-tech bancaria, si dovrebbe tener conto anche della possibilità di valutare se ribaltare su un obbligato le conseguenze negative dell'inadempienza di un sistema di intelligenza artificiale ovvero se la banca debba sopportare definitivamente detto pregiudizio (che finirà con il gravare sui fondi propri).⁴¹

Ciò, se per un verso può recare maggior equilibrio tra i benefici e i rischi che fanno capo agli amministratori di una banca, peraltro, ridurrebbe le possibilità che prosegua la fase di selezione avversa tra gli amministratori da tempo riscontrata nell'industria bancaria e, per l'effetto, sarebbe possibile agevolare la ricerca di professionisti disposti ad accettare tale ruolo (perché risulterebbe in tal modo

³⁸ Cfr. N. AGGARWAL, *The Norms of Algorithmic Credit Scoring*, in *Cambridge Law Journal*, 2021

³⁹ Cfr. DiLorenzo, *Mortgage Market Deregulation and Moral Hazard: Equity Stripping Under Sanction of Law*, in *St. John's Legal Studies Research Paper*, 2009.

⁴⁰ Cfr. Cera, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca borsa e titoli di credito* 3/2010, 1, pp. 276; Falce, *Cumulo di cariche nel settore finanziario. Verso un'interpretazione concorrenziale*, in *Bancaria*, 11/2012, p. 51 ss.

⁴¹ Cfr. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, in *Giur. comm.*, 4, 2020, p. 704 ss; nonché BONACCORSI DI PATTI et Al., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 721, ottobre 2022, p. 29.

esposto a responsabilità e impegni commisurati al compenso offerto).⁴²

Quel che è certo è l'urgenza di un intervento pubblico che eviti l'abbandono del mercato da parte dei soggetti maggiormente prudenti;⁴³ ciò, in uno scenario siffatto esporrebbe l'intero settore alla possibilità di azzardi morali (nell'assunzione degli incarichi) in un momento in cui l'operatività bancaria sta evolvendo verso un assetto pronto ad integrare l'intelligenza umana con quella artificiale; e ciò non si concilia affatto con l'impostazione prudenziale del mercato creditizio.⁴⁴

Seguendo l'impostazione indicata in premessa, non si riscontra una chiara preferenza dei policy maker per orientare le banche verso lo sviluppo di organizzazioni aziendali che siano in grado di innovare dall'interno ovvero l'affermazione di un mercato delle invenzioni che promuova una forma di innovazione esterna. Non appare neanche univoca l'impostazione del regolatore, il quale non ha ancora esteso le regole di governo societario sino ad imporre che le risorse interne di una banca siano in grado di governare il processo di crescita tecnologica. Non v'è neanche un obbligo contrattuale di imporre direttive ai fornitori esterni atte a permeare software, algoritmi e programmazioni degli elementi costitutivi della vigilanza prudenziale.

Da qui, la conclusione secondo cui vi sono numerose ragioni per cui il

⁴² Si ripropone, in termini nuovi, una vecchia questione in ordine al valore dei giudizi formulati da soggetti estranei all'organizzazione bancaria; cfr. AMMANNATI, Il 'valore' del rating nelle regolazioni pubbliche. Regolare il mercato del rating o superare il rating?, in Riv. reg. merc., 2, 2014.

⁴³ Sul punto, va considerato che anche gli sviluppatori potrebbero non conoscere ogni passaggio logico, ma solo regolare i parametri che strutturano il processo di addestramento del sistema informatico; cfr. FLORIDI, Etica dell'intelligenza artificiale. Sviluppi, opportunità, sfide, Raffaello Cortina, Milano, 2022, 153 s.

⁴⁴ Cfr. *ex multis* CAPRIGLIONE, Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia supplemento al numero 3, 2021; LEMMA, Intelligenza Artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2021, supp. n. 2 al n. 3, pp. 321 - 322; SEPE, Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale nella prestazione dei servizi finanziari, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia. Supplemento n. 3, 2021, p. 186 ss; PELLEGRINI, Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria, in AA.VV., Liber Amicorum Guido Alpa, Milano, 2019, p. 351 ss.; SARTORI, La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive, in Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, 2018, p. 261 ss.

regolatore bancario debba verificare gli effetti di un'eccessiva e semplicistica responsabilizzazione degli amministratori, in quanto le formule di organizzazione appaiono esposte al pericolo di errori di un sistema di intelligenza artificiale che è stato prodotto e commercializzato in un ambiente sottratto alle forme di intervento pubbliche sperimentate nel mercato dei capitali.

Valerio Lemma

*Ordinario di diritto dell'economia
nell'Università G. Marconi di Roma*

**ALCUNE RIFLESSIONI SU INDIPENDENZA, ACCOUNTABILITY E
ASSETTO DELLA VIGILANZA BANCARIA NELL'UE ***

*(Some Reflections on Independence, Accountability, and the Structure of
Banking Supervision in the EU)*

ABSTRACT: *Il saggio mette in relazione la questione dell'indipendenza delle banche centrali, unita a quella della loro responsabilità e quindi della tutela giurisprudenziale "europeizzata", con la struttura del sistema bancario europeo. Sottolinea come la fase di learning by doing (funzionamento dell'Unione bancaria con il supporto della giurisprudenza) e le incertezze derivanti dalle reti di discipline e regole tecniche costituiscano un pericoloso fattore di vulnerabilità per un mercato unico che necessita, oltre che di infrastrutture adeguate e della ridefinizione delle catene globali del valore, di un sistema finanziario forte. Nell'ambito di una riflessione "olistica" sulla tecnica normativa e sul contesto normativo e istituzionale, il saggio propone una revisione dell'Unione bancaria che affianchi all' "auctoritas" concessa alla BCE la "potestas" di gestire un fallimento bancario.*

The essay relates the issue of the central banks' independence, combined with that of their accountability and thus of "Europeanized" jurisprudential protection, to the structure of the European banking system. It emphasizes how the learning by doing phase (functioning of the Banking union with the support of case law), the uncertainties arising from networks of disciplines and technical rules, constitute a dangerous vulnerability factor for a single market that needs, in addition to adequate infrastructures and redefinition of global value chains, a strong financial system. Within the framework of a "holistic" reflection on regulatory technique and regulatory

* Contributo approvato dai revisori.

and institutional context, the essay proposes a revision of the Banking Union that would place alongside the “auctoritas” granted to the ECB the “potestas” of managing a banking failure.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Un “amarcord” sul fronte dell’indipendenza, con qualche considerazione estesa anche all’*accountability*. – 3. Il *learning by doing* nella costruzione dell’ordinamento bancario europeo con ripercussioni sulla certezza del diritto e tutela dei diritti. – 3.1. Una “complessità” che incrementa i problemi. - 4. Quali prospettive? – 4.1. Una proposta per semplificare e ridurre i conflitti (una Unione bancaria con 2 soli pilastri).

1. Una tavola rotonda del Cesifin su *Parlamenti e banche centrali: separazione o interazione?* tenutasi a maggio del 2023 e un seminario su *Forme di tutela nell’Unione bancaria europea: l’attuale dibattito*, organizzato dal Dipartimento di Giurisprudenza dell’Università di Siena nel giugno successivo, hanno suscitato il mio interesse per profili trasversali e comuni che avvicinano, più che contrapporre, la “relazione tra tecnica e politica”, declinata nel binomio potere/dovere e ruolo delle autorità di controllo/vigilanza, inserita in contesti istituzionali definiti da differenti tessuti normativi e giurisprudenziali.

Questa relazione tra politica e organismi tecnici è divenuta maggiormente intricata e complessa dagli anni Novanta del secolo scorso con la proliferazione delle cc.dd. “autorità indipendenti” – che si sono aggiunte alle già istituite CONSOB e Banca d’Italia –, con poteri di regolazione, vigilanza, sanzionatori, autorizzativi, ecc., alle quali si riconosce neutralità e indipendenza dal potere politico ma anche una sorta di “irresponsabilità” impattante sul sistema di governo democratico¹. Tanto che al

¹ Illuminanti le pagine di F. MERUSI sulla “rottura istituzionale” connessa alle *authority*, indagata nel volume *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo «quasi» giallo*, il Mulino, 2000, e ulteriormente approfondita nel libro scritto con M. Passaro, *Le autorità indipendenti*, il Mulino, 2011; da ultimo sul tema si v. E. BANI e G. MONTEDORO, *Le autorità amministrative indipendenti*, in M.

parametro dell'indipendenza si è andato sempre più accostando il termine inglese *accountability*, sul cui significato non v'è però concordia, essendo inteso nel senso di "responsabilità" o del "rendere conto" o meglio, sulla base della traduzione letterale, della "attitudine a render conto"². Le incertezze semantiche sembrerebbero celare una sorta d'immunità degli organismi "tecnici" rispetto a decisioni con contenuto oggettivamente politico, nel senso etimologico ed aristotelico del termine, incidenti anche sulla vita dei cittadini.

L'obiettivo di queste note è di esporre qualche prima (e frammentaria) riflessione sul rapporto tra tecnica e politica, ancorata all'esperienza di questi ormai lunghi anni di studio dell'ordinamento bancario, ragionando sull'assetto normativo e istituzionale con il fine di ribadirne alcuni limiti e le auspicabili prospettive di cambiamento³.

2. Il profilo dei "controlimiti" ha sicuramente radici antiche e assume un particolare connotato sul finire del secolo scorso con l'entrata in scena della Banca centrale europea-BCE⁴. Il mio ricordo va in particolare a un bel convegno, fortemente voluto da Franco Belli – attento studioso della legislazione bancaria con approccio decisamente interdisciplinare – nel quale il problema del, diciamo così, *trade-off* tra indipendenza e *accountability* veniva indagato nei suoi aspetti economici e giuridici⁵; già allora si sottolineava il vizio di origine della nascita (condizionata dal modello tedesco) della moneta unica, definita "curiosa" in uno scritto dal titolo emblematico:

PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Wolters Kluwer-Cedam, 2023², p. 169 ss. , ove ulteriori riferimenti bibliografici.

² Si v. ampiamente sul punto A. PISANESCHI, *L'accountability delle autorità finanziarie europee*, in *Rivista AIC*, n. 4, 16 novembre 2023, p. 186 ss., in part. p. 187 ss. (reperibile al link <https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/andrea-pisaneschi/l-accountability-delle-autorita-finanziarie-europee>), ove ulteriori riferimenti bibliografici.

³ Il testo rielabora, con l'aggiunta delle note, gli interventi svolti nei due incontri di studio sopradetti.

⁴ Per una lettura dei "controlimiti" nel quadro dell'Unione bancaria si v. in part. F. SALMONI, *Stabilità finanziaria, unione bancaria e Costituzione*, Wolters Kluwer-Cedam, 2019, in part. p. 334 ss.

⁵ Si v. F. BELLI e V. SANTORO (a cura di), *La banca centrale europea*, Giuffrè, 2003.

Il problema della mancanza di una interfaccia politica per la neonata banca centrale⁶. Il profilo dell'indipendenza e della mancanza a livello politico di un "contraltare" alla BCE si è poi ovviamente intrecciato, e ulteriormente complicato, nel nuovo secolo con un'evoluzione del contesto economico scandito da crisi epocali, che hanno richiesto interventi speciali, e da altrettanto epocali modifiche istituzionali⁷, sfociate nell'ideazione di una Unione bancaria (d'ora in poi UB), con l'accentramento in Europa della supervisione e della gestione delle crisi per i colossi creditizi dell'eurozona.

a. Il problema dell'indipendenza si accosta a quello dell'"autonomia", aspetto fondamentale che ha scandito anche nascita e sviluppo della Banca d'Italia, sin dall'inizio contraddistinta da uno stretto connubio tra politica monetaria e vigilanza sul sistema bancario, e quindi per alcuni versi apparentabile allo *status* attuale della BCE.

Con un salto temporale che va all'inizio del secolo scorso torna alla mente il ruolo svolto da Bonaldo Stringher (direttore generale e poi primo governatore della Banca d'Italia dal 1900 al 1930) nella costruzione di una "rete di rapporti banca-Stato capace di salvaguardare l'autonomia di giudizio della banca medesima"⁸. Stringher afferma: "Per me fra Banca e Stato non può esservi dissidio. Comune deve essere l'intento di migliorare le condizioni dell'attività nazionale e rialzarne le sorti. Ma

⁶ Lo scritto è di Andrea FINESCHI ed è contenuto nell'appena citato volume, curato da BELLI e SANTORO, a p. 90 ss. Particolarmente interessante la ricostruzione interdisciplinare fatta da Marcello DE CECCO su *La rilevanza costituzionale della Banca centrale europea e le sue conseguenze economiche*, *ivi*, p. 99 ss., il quale parla di "esempio di integrazione negativa" e di come il Trattato di Maastricht abbia segnato dal punto di vista monetario la riaffermazione della teoria di Knapp: cfr. p. 109.

⁷ La letteratura sul tema è ovviamente smisurata, di recente un'efficace sintesi del dibattito e diffusi riferimenti bibliografici in S. GRUNEWALD e J. VAN 'T KLOOSTER, *New strategy, new accountability: The European Central Bank and the European Parliament after the strategy review*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 17 April 2023, n. 139, disponibile al link <https://ssrn.com/abstract=4420805>.

⁸ Così scrive F. BELLI, *La legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, tomo I del *Corso di legislazione bancaria*, Pacini editore, 2010, p. 111; si segnala che il pdf del libro è ora liberamente scaricabile al link <https://www.congressi.unisi.it/francobelli/documenti/>.

comunione d'intenti non significa menomamente rinunciare all'autonomia nostra nell'esercizio del credito entro i confini segnati dalle leggi e dagli statuti". Nel vigore della legislazione bancaria degli anni Trenta nei miei studi ho sempre tenuto a mente questa necessità di un braccio di distanza tra "tecnica" e "politica" nonché di una regolazione idonea a fissarne i reciproci confini; Stringher attraverso il richiamo all'esercizio del credito, che si connette con il risparmio raccolto tra il pubblico, va al cuore dell'attività bancaria. Franco Belli sottolinea come proprio a lui si deve la comprensione del "ruolo essenziale della moral suasion, come linea di condotta basata sulla autorevolezza, sulla capacità d'intessere rapporti leali con le banche e con lo Stato e sull'autonomia di giudizio", nonché di aver colto "con chiarezza la necessità per una banca centrale di porsi 'al di fuori della mischia', come 'potere neutro' e capace di vedere con occhio più lungo"⁹. Con l'entrata in scena del CICR e dell'"alta vigilanza" in materia di tutela del risparmio, di esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria, rispetto all'"autocefalia" (così la definiva Marcello De Cecco) della Banca d'Italia poggiante sul fatto che il Governatore fosse nominato dal Consiglio superiore, espressione dell'assemblea dei "quotisti" della Banca, e quindi del mondo bancario (casse di risparmio e maggiori istituti di credito del Paese), con successiva ratifica del Governo, Belli richiamava la norma dello statuto che fissava il principio che il Consiglio superiore non avesse "ingerenza nella materia devoluta" dal dICPS n. 691 del 1947 al Comitato, norma letta come un "irrobustimento dell'autonomia della Banca d'Italia", perché era in grado di tracciare una barriera non tanto tra la Banca d'Italia e il CICR, ma tra il CICR e la stessa Banca d'Italia. La riprova stava nel meccanismo di nomina del Governatore e nella impossibilità per la politica di "revocare" il Governatore¹⁰.

⁹ Si v. F. BELLI, *La legislazione bancaria, ecc.*, cit., p. 111, ove è presente anche la citazione di Stringher riportata nel testo.

¹⁰ Cfr. F. BELLI, *La legislazione bancaria, ecc.*, cit., in part. pp. 195-197.

b. Pur nel convincimento che l'*accountability* democratica sia fondamentale per evitare abusi di potere, sono anche convinta che, per soddisfare l'esigenza che le banche centrali operino nell'interesse e per le necessità di un'intera società, le precauzioni prese a monte sono sì indispensabili, ma altrettanto importanti sono i presidi di altissima professionalità richiesti per tali cariche. Non credo che la Banca d'Italia sarebbe quella che poi abbiamo conosciuto senza l'*imprinting* di Bonaldo Stringher e senza le paratie nel tempo erette per salvaguardarne l'autonomia conquistata sul campo grazie alla competenza tecnica che da sempre l'ha contraddistinta. Ad altri due grandi personaggi si deve, ad esempio, il "divorzio consensuale" del 1981 tra Banca d'Italia e Tesoro, promosso – in un contesto di aumento dei tassi dovuto al secondo *shock* petrolifero – dal ministro Beniamino Andretta, nella consapevolezza che i problemi di gestione della politica monetaria fossero allora "resi più acuti da un'insufficiente autonomia della condotta della Banca d'Italia": tanto scrive in una lettera recapitata al Governatore Carlo Azeglio Ciampi, che ben accetta la rimozione del cappio all'operato della banca centrale sin lì impegnata a sostenere anche i disavanzi pubblici¹¹. Credibilità talvolta messa purtroppo a duro repentaglio. Penso in particolare allo scandalo – dalla stampa definito "Bancopoli" – che ha investito il governatore Antonio Fazio, costretto a dimettersi per la vicenda Antonveneta, contraddistinta da un'amicizia sconveniente tra controllore e controllato (nella specie il finanziere Fiorani che, attraverso la Banca Popolare Italiana, tentava la scalata all'Antonveneta) e da un operato del Governatore in contrasto con il parere contrario, sull'opa da autorizzare, della

¹¹ Se ne veda il ricordo nell'articolo a firma di D. COLOMBO e C. MARRONI, *Il divorzio tra Tesoro e Bankitalia che cambiò la politica monetaria*, su *Il Sole 24 Ore* del 10 febbraio 2021, reperibile al link <https://www.ilsole24ore.com/art/il-divorzio-tesoro-e-bankitalia-che-cambio-politica-monetaria-ADQT1pIB>,

Vigilanza e dell'ufficio legale della Banca d'Italia¹².

Un effetto collaterale della vicenda è stato il cambiamento delle regole sulla nomina del Governatore – avvenuto a seguito della l. n. 262/2005 che ha previsto il decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio dei ministri, *sentito il parere del Consiglio superiore* della Banca d'Italia, e introdotto, con identico procedimento, la possibilità di revocarlo –, regole che hanno prontamente spostato l'ago della bilancia a favore della “politica”. E questa, nella recente nomina del governatore, alla scadenza di Visco, ha utilizzato tutte le prerogative della citata riforma, con schermaglie poco apprezzabili – di cui hanno dato conto i giornali – tra il ministro dell'economia (Giorgetti voleva Daniele Franco) e la presidente del consiglio (Meloni preferiva invece Fabio Panetta, poi eletto)¹³.

Sempre i miei ricordi, dei primi anni post-laurea, vanno alla riunione del CICR c.d. “dei lunghi coltelli”. Era il 1986 dovevano essere rinominati i vertici di un centinaio di banche pubbliche, in prevalenza casse di risparmio; al Governatore Ciampi (che partecipava alle riunioni ma senza diritto di voto) spettava il potere di proposta delle nomine da deliberare e sottoponeva terne di candidati al Comitato. Ebbene Governatore e direttore generale del Tesoro, Mario Sarcinelli, furono però invitati ad uscire (nella sostanza messi “alla porta”), per consentire la spartizione delle nomine delle banche pubbliche. La riunione, che durò un'intera notte, segnò il tripudio della lottizzazione partitica delle cariche bancarie: si arrivò ad umiliare oltre modo la Banca d'Italia nel momento in cui delle 6 proposte fatte, in modo

¹² Per alcuni dettagli si v. *Uno scandalo lungo cinque mesi*, articolo apparso su *Il Corriere della Sera* del 20 dicembre 2005, al link https://www.corriere.it/Primo_Piano/Cronache/2005/12_Dicembre/19/scheda.html.

¹³ Si v. *Meloni e Giorgetti si sfidano per nominare il governatore della Banca d'Italia*, articolo a firma di V. VALENTINI apparso su *Il foglio*, del 23 febbraio 2023 (al link <https://www.ilfoglio.it/politica/2023/02/23/news/meloni-e-giorgetti-si-sfidano-per-nominare-il-direttore-della-banca-d-italia-4987816/>).

eccezionale, per i vertici della Cariplo il CICR optò per un nome esterno¹⁴. Ma già prima, da studentessa universitaria, ero rimasta molto colpita dalla vicenda dell'incriminazione nel marzo 1979 del Governatore Baffi e di Sarcinelli, allora vice direttore generale con delega alla Vigilanza, rei di non aver assecondato la politica nella soluzione di importanti crisi industriali e bancarie degli anni '70; incriminazione ricordata poi da Mario Draghi come un "attacco intimidatorio all'autonomia della Banca d'Italia"¹⁵.

c. È mia convinzione che quando si tratta di banca e finanza la distanza "di sicurezza" deve essere ben salvaguardata, tenendo però anche ferma l'attenzione sulle finalità da perseguire.

Ho ad esempio in mente le *Considerazioni finali* per il 2006 del Governatore Draghi nelle quali si sottolinea, in merito alla credibilità e indipendenza per l'assolvimento dei compiti istituzionali di una banca centrale, come "L'autonomia della banca centrale, pur protetta dall'ordinamento, può essere fragile se non è sorretta dall'autorevolezza dell'analisi, ma anche dall'azione conseguente"¹⁶, mettendo quindi in gioco anche una valutazione del loro *modus operandi*. Rispetto al "sistema finanziario", nelle pagine finali si legge poi che la modernità dell'ordinamento "non tollera commistioni tra politica e banche" e che la loro

¹⁴ Con la nascita peraltro della BCE Franco BELLI, da sempre attento studioso del rapporto tecnico-politica e in particolare dell'attività del CICR, rafforza l'idea che questo fosse un organo "inutile", se non addirittura "pericoloso": si v. *La legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, cfr. in part. il titolo del par. 49 a p. 251; sono certa che avrebbe colto con piacere dapprima il successivo ridimensionamento del CICR all'interno del TUB, diretta conseguenza di riforme che purtroppo non ha potuto vedere, e da ultimo l'ormai "abrogazione" implicita del Comitato per la marginalità del ruolo che riveste. Nel passato, peraltro, tale presenza ha sollevato incertezze anche sul fronte dell'indipendenza della Banca d'Italia. Sugli effetti della legge n. 262/2005 rispetto alla sua struttura societaria si v. G. DI GASPARE, *Autonomia in dipendenza della Banca d'Italia*, 2016, disponibile al link <https://www.forumcostituzionale.it/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/digaspere.pdf>.

¹⁵ Una sintetica ricostruzione nell'articolo, a firma di B. PICCONE, *Quel 24 marzo di 37 anni fa. L'attacco politico-affaristico-giudiziario alla Banca d'Italia* apparso su *Il Sole-24 Ore* del 24 marzo 2016, al link <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/03/24/lattacco-politico-affaristico-giudiziario-alla-banca-ditalia-del-1979/>.

¹⁶ Si v. M. DRAGHI, *Considerazioni finali*, Roma 31 maggio 2007, al link https://www.bancaitalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2007/cf06_considerazioni_finali.pdf, p. 5.

“separazione “debba essere “netta” per un rafforzamento di entrambe¹⁷.

Il passo indietro della politica rispetto all’economia richiamò l’attenzione di Franco Belli¹⁸ che ci tenne però a precisare che se tale separazione stava a significare “meno nomine partitiche, meno lottizzazioni, meno funzionalizzazioni ad interessi di parte, meno furbizie e via andare”, Mario Draghi meritasse “un plauso incondizionato”. Ma se viceversa avesse significato “autonomia piena dell’economia (l’economia ‘apolitica’ ...), ‘governo dei produttori’, sacralità del mercato, lasciar fare sempre e in ogni caso, ecc.” sarebbe invece valso “lo *slogan* opposto, in quanto l’indispensabile modernizzazione democratica delle strutture economiche e sociali abbisogna, in un quadro di netta separazione tra politica e amministrazione, di un *surplus* di politica, intesa in senso proprio come ricerca del ‘bene comune’”, nel quale andava inserito il “terreno del credito”, particolarmente “importante e sensibile” sotto tale punto di vista¹⁹. Considerazioni efficaci, e condivisibili (rispetto al credito ne abbiamo avuto riprova durante la crisi del 2008 – c.d. *GFC*, acronimo di *Great/Global financial crisis* usato anche nel seguito) – allorché il rubinetto del credito si è chiuso, e poi nella crisi pandemica, in cui le banche sono state cinghia di trasmissione della politica monetaria ed hanno consentito l’afflusso di credito all’economia), per mettere ben in luce la complessità e la tensione insita nei parametri valutativi dell’attività delle banche centrali anche in rapporto con la funzione di vigilanza spesso assunta sul settore bancario.

Per restare sull’intreccio tra tecnica e politica, e arrivando ai tempi più recenti, devo nuovamente confessare che non mi hanno entusiasmato le varie Commissioni d’inchiesta sul sistema bancario, teatrino della politica sfruttato prevalentemente a

¹⁷ M. DRAGHI, *Considerazioni finali*, cit., p. 20.

¹⁸ In un saggio dal titolo *Credito e nazione: tempi e confini variabili tra stato e mercato*, pubblicato nel volume curato da G. CONTI, O. FEIERTAG e R. SCATAMACCHIA, *Credito e nazione in Francia e in Italia (XIX-XX secolo)*, Edizione Plus Pisa University, 2009, p. 137 ss.

¹⁹ Citazioni tratte da p. 151.

fini di “lucro elettorale”²⁰. Tanto da apprezzare molto la lettera del Presidente Mattarella inviata nel marzo 2019 ai vertici di Camera e Senato, in occasione della promulgazione della legge sulla “*Istituzione di una Commissione parlamentare d’inchiesta sul sistema bancario e finanziario*”, per il richiamo al rispetto dell’indipendenza che ordinamento interno e comunitario riconoscono alle “autorità indipendenti”, nonché dei principi “di non interferenza” e “di leale collaborazione”, applicabili anche nei rapporti tra inchiesta parlamentare e inchiesta giudiziaria²¹.

A livello europeo non appassiona poi quel confronto tra “falchi e colombe” che ruotano intorno alla BCE e rischia, da un lato, di compromettere il caposaldo dell’indipendenza delle banche centrali (malgrado gli scivoloni che in verità la BCE mostra talvolta sul piano della comunicazione)²² e dall’altro lato, però, fa emergere come il mandato della stabilità dei prezzi si rapporti sempre più criticamente alla soglia del 2% (peraltro sembrerebbe arbitraria: la storia racconta che sia stato un ministro dell’economia neozelandese a stimarla negli anni Ottanta come livello ottimale, senza però coinvolgere la propria banca centrale nella ricerca di argomenti a sostegno) e si presta ad attacchi dei governi giustificati con il fatto che, per venire al presente, le politiche restrittive in atto sono ininfluenti sui problemi energetici e sulle ripercussioni economiche delle guerre che stanno frenando e ridisegnando la

²⁰ Si v. F. VELLA e R. LUNGARELLA, *Sistema bancario: l’occasione per ripensare le regole*, 19 dicembre 2022 al link <https://lavoce.info/archives/99293/sistema-bancario-loccasione-per-ripensare-le-regole/>.

²¹ Si v. *Lettera del Presidente Mattarella ai Presidenti del Senato e della Camera (Commissione Banche)*, 29 marzo 2019, al link <https://www.quirinale.it/elementi/26206>.

²² Memorabile, al momento dello scoppio della pandemia da Covid-19, la ritrosia della Presidente Lagarde ad andare incontro alle esigenze di rifinanziamento delle banche, poi rientrata: sull’incertezza iniziale si v. A. BAGLIONI, *Madame Lagaffe prova a rimediare*, 20 marzo 2020, al link <https://lavoce.info/archives/64400/madame-lagaffe-prova-a-rimediare/>. La vicenda ha avuto anche strascichi giurisprudenziali: il Tribunale ha però risposto negativamente alla richiesta di un investitore di risarcimento dei danni subiti a seguito del controverso comportamento della BCE, ribadendo comunque quali sono i presupposti che possono portare al sorgere della “responsabilità extracontrattuale” per la stessa *ex art. 340, co. 3, TFUE*: si v. Trib. UE (Quarta sezione), D’Agostino/BCE, ordinanze del 25 luglio 2023, causa T-90/23, e del 23 novembre 2023, causa T-326/23, cfr. i punti 14 ss, (sentenze reperibili su curia.europa.eu).

globalizzazione dei mercati²³.

d. Il mio “amarcord”, frammentario e sparso, intendeva sottolineare, per un verso, un caposaldo a mio avviso inviolabile relativo all’autonomia delle banche centrali/di vigilanza; sulla loro indipendenza poggia infatti la fiducia, la cui mancanza inficia credibilità ed efficacia dell’azione di politica monetaria e di quella di supervisione, nel caso in cui le due competenze si sommino. Questo, tuttavia, senza sottovalutare, per altro verso, l’importanza del tema dell’interazione fra parlamenti e banche centrali e della ricerca di un punto di equilibrio adeguato fra *accountability* democratica e indipendenza.

Ho ben in mente che la “neutralità” non è una qualità posseduta da “banca” e “moneta”; entrambe si muovono – vale ribadirlo – sul crinale sottilissimo della fiducia, dato valoriale che in tale contesto (come anche le più recenti crisi bancarie americane hanno nuovamente ribadito) assume indubbiamente rilevanza pubblica. Rilevanza che abbraccia, tuttavia, anche il piano essenziale delle tutele e la necessità che all’indipendenza, spesso ammantata dal connotato della “discrezionalità tecnica”, faccia da contrappeso anche un quadro di “doveri di rendicontazione” da parte delle banche centrali, i quali assicurino trasparenza verso il pubblico e possano innescare “dialoghi costruttivi” con la controparte politica. Piani questi ultimi che nel tempo si sono arricchiti di strumenti idonei a stemperare possibili tensioni²⁴, i quali impongono

²³ La presidenza Lagarde sta in effetti affrontando difficoltà “nuove” per la BCE, a quelle economiche (sono frequenti le riserve avanzate dagli economisti sul suo operato) si sommano anche malcontenti interni: è infatti considerata mediocre come banchiere centrale in un sondaggio dei dipendenti della BCE, i quali apprezzano invece l’inclusione della tutela dell’ambiente nel mandato della Banca; cfr. *Christine Lagarde makes a poor central banker, ECB staff say*, in *Politico*, 22 January 2024, al link <https://www.politico.eu/article/christine-lagarde-makes-poor-european-central-bank-staff-survey/>.

²⁴ Per una raffigurazione grafica dei “dialoghi” monetari ed economici e delle “pubbliche audizioni” a livello europeo di recente si v. *Enhanced political ownership and transparency of the EU economic governance framework*, in *Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV)*, PE 741.517, 30 June 2023, al link [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741517/IPOL_IDA\(2023\)741517_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741517/IPOL_IDA(2023)741517_EN.pdf). Per quanto riguarda la Banca d’Italia sul sito sono ormai attivi molti canali che danno conto dello svolgimento delle funzioni di vigilanza: oltre alle Relazioni annuali e alle audizioni tenute, alle consultazioni pubbliche preventive e all’analisi d’impatto riguardo ai

comunque cautela per la presenza sia di limiti (attenzione a smisurate reazioni dei mercati finanziari conseguenti ad una trasparenza “eccessiva” che potrebbe danneggiare la stessa politica monetaria e non solo)²⁵ sia dell’esigenza di tener distinta la trasparenza “politica” (intesa come “responsabilità” verso il pubblico e la classe politica) da quella “economica” (connessa alla chiarezza degli obiettivi, dei modelli e dei dati)²⁶.

3. Il tema dell’indipendenza e dell’*accountability* delle banche centrali, con funzioni di vigilanza, oltre che sul piano dei c.d. controlimiti (campo consono agli studiosi di diritto pubblico) può essere calato su quello della portata del *framework* regolatorio connesso alla regolazione e supervisione del sistema bancario²⁷.

a. L’esplosione della crisi finanziaria del 2008 ha mostrato il fallimento della disciplina di mercato mettendo le banche al centro del problema (poi però ricollocate sul podio con l’insorgere della pandemia da Covid-19); ha costretto gli Stati ai salvataggi dei propri sistemi bancari e le banche centrali ad avventurarsi su nuove

costi/benefici della regolazione, si rinvencono notizie dettagliate riferite, fra l’altro, ai casi di crisi bancarie, si v. ad esempio per quella delle banche venete il link <https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/crisi-banche-venete/index.html>. Sul tema in generale si rinvia, fra i molti, a R. D’AMBROSIO, *Unione bancaria e requisiti di indipendenza, accountability e organizzativi della Banca d’Italia*, in M. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pacini, 2022, p. 195 ss., in part. p. 202 ss.

²⁵ Riguardo al difficile equilibrio tra economia di mercato e salvaguardia della fiducia, presupposto imprescindibile per il suo buon funzionamento, mi viene anche in mente (senza andare troppo lontano nel tempo) la corsa dei risparmiatori nel settembre del 2007 agli sportelli di *Northen Rock* scaturita dalla sola diffusione della notizia di richiesta di una linea di liquidità alla Banca d’Inghilterra.

²⁶ Connotati sottolineati da Alex Cukierman, economista autorevole sul fronte della politica monetaria, e segnalati da D. ROMELLI, *Cukierman, il pioniere dell’indipendenza delle banche centrali*, 17 ottobre 2023, al link <https://lavoce.info/archives/102480/cukierman-il-pioniere-dellindipendenza-delle-banche-centrali/>. Sottolinea ad esempio l’importanza che la BCE chiarisca nell’attuale contesto economico qual è il suo assetto operativo A. BAGLIONI, *L’eccesso di liquidità è qui per restare*, 30 gennaio 2024, al link <https://lavoce.info/archives/103570/leccesso-di-liquidita-e-qui-per-restare/>. Torneremo sul tema anche *infra* nel par. 4.

²⁷ Tra gli studiosi di area pubblicistica si può vedere per uno studio dei controlimiti collegato al tema della gestione e risoluzione delle crisi bancarie F. SALMONI, *Stabilità finanziaria, ecc.*, cit., in part. p. 403 ss. Di recente un efficace inquadramento del problema dell’*accountability* in R. D’AMBROSIO, *Unione bancaria, ecc.*, cit., p. 195 ss.

strade (penso alle operazioni c.d. non convenzionali, al *whatever it takes* di Mario Draghi, in veste di presidente della BCE)²⁸; ha portato il legislatore a ripensare disciplina e architettura istituzionale di banche e mercato finanziario. Il quadro regolatorio che ne è scaturito ha innescato un diffuso dibattito sull'operato della BCE che, oltre la politica monetaria, ha investito l'esercizio della discrezionalità tecnica nell'attività di supervisione²⁹ nel quadro dell'Unione bancaria. La stessa Banca d'Italia si è trovata alle prese con la "questione bancaria" nata con l'insorgere di importanti crisi di banche nazionali affrontate con una nuova disciplina e nell'ambito di un contesto profondamente cambiato.

Si ricorda che l'UB ha avuto un effetto di forte accelerazione dell'integrazione europea, in uno scenario però in rapida evoluzione:

- nasce in modo repentino come effetto della coda della *GFC* del 2008 indotta dalla crisi dei debiti sovrani del 2011, e introduce un consistente elemento di rottura rispetto al passato;

- ha dovuto fare i conti con la creazione del SEVIF, prima risposta "timida" alla *GFC*, e quindi con la presenza di una autorità di "regolazione" *ad hoc* per l'intero settore bancario dell'UE;

- matura e si sviluppa in parallelo con il consistente mutamento di paradigma nelle modalità di armonizzazione in campo bancario, divenuta sempre più massima (con lo strumento del regolamento e della diminuzione delle discrezionalità nazionali presenti nelle stesse direttive di coordinamento): tanto che nel giro di pochi anni

²⁸ Sul punto, *ex plurimis*, si v. R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *federalismi.it*, n. 5, 3 marzo 2017; G. ROTONDO, *Misure non convenzionali di politica monetaria e intervento straordinario della Banca Centrale Europea durante l'emergenza pandemica*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e sistema finanziario alla sfida del covid: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pacini Editore, 2021, p. 129 ss.

²⁹ Molto critico sull'insindacabilità della stessa da parte della giurisprudenza italiana, fra gli altri, F. Merusi, *Il giudice amministrativo fra macro e micro economia*, in L. AMMANNATI, P. CORRIAS, F. SARTORI e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *I giudici e l'economia*, Giappichelli, 2018, p. 51 ss., in part. p. 62 ss.

prende corpo quel *single rulebook* prefigurato da Padoa-Schioppa all'inizio del nuovo millennio;

– resta imbrigliata, oltre che nel quadro istituzionale e procedurale previsto dai trattati, nel fallimento dell'armonizzazione minima sul fronte del livellamento del campo da gioco nel mercato unico europeo avviato nel 1993, con la conseguenza di operare in un contesto di discipline nazionali frammentate, o “non armonizzate” nella misura prefigurata;

– ha potenziato quella linea di demarcazione tra UE ed eurozona. I paesi aderenti alla moneta unica, dopo l'ingresso della Croazia ad inizio 2023, sono passati a 20, ma nel 2020 la BCE ha instaurato una cooperazione stretta anche con la Banca nazionale dell'Ungheria, prossima candidata quindi ad entrare nell'euro. L'UE, peraltro, è una entità che non ha eguali nella storia, come si legge sul sito della Commissione costituisce: “un'unione economica e politica, unica nel suo genere, tra 27 paesi europei”, alla base ha infatti i vari trattati che ne hanno scandito il grado di integrazione. È un punto importante da tener presente poiché, dopo l'uscita del Regno Unito, si è molto ridimensionato il peso degli Stati che restano fuori dall'eurozona: vi sono per scelta la Danimarca e la Svezia, mentre per la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia, la Bulgaria e la Romania, esiste il limite del soddisfacimento delle condizioni necessarie per l'adesione. Il fatto è che questi paesi pur essendo in numero limitato possono vincolare non solo l'ulteriore avanzamento del diritto dell'UE (grazie al principio dell'unanimità previsto in molte materie) ma anche le decisioni dei giudici europei, attenti ad esempio a che l'ABE mantenga il *level playing field* per i 27 Stati dell'UE nel loro insieme.

b. Il tema dell'indipendenza e dell'*accountability* ha attirato al proprio interno il problema della tutela. Il dibattito si è focalizzato sui meccanismi di co-amministrazione tra livello nazionale e europeo nonché sul deciso spostamento delle

forme di tutela, attratte ormai nella sfera europea³⁰, facendo affiorare innumerevoli questioni, che chiamano anche in causa l'assetto normativo, istituzionale e procedurale dell'UE. È ormai opinione diffusa di come si sia di fronte a intricate discipline di settore, ad un livello inusuale di complessità del disposto normativo, ad un quadro troppo bizantino della tutela giurisdizionale, nonché dello stesso schema della risoluzione e della supervisione.

Uno degli aspetti maggiormente critici riguarda l'accennata disomogeneità scaturita dalla mancanza di armonizzazione delle legislazioni nazionali, la quale ha richiesto un rilevante sforzo della giurisprudenza nel costruire parametri interpretativi possibile faro per creare ulteriore analogia nelle stesse. Se l'accentramento della tutela giurisdizionale a livello europeo è andato incontro a tale obiettivo, l'incertezza del dato normativo e gli spazi interpretativi adottati stanno comunque ponendo significative questioni di chiarezza³¹.

3.1. La discussione sull'assetto dell'ordinamento bancario europeo alla luce dei canoni dell'indipendenza e dell'*accountability* può anche essere considerata come una sorta di effetto collaterale ancorato a tre aspetti:

I. una somma di vizi di origine che si muovono tra piano europeo e internazionale (il primo riguarda l'accennata nascita della BCE che ne ha condizionato la successiva evoluzione, l'altro è relativo alla disciplina delle crisi);

II. una visione miope sulla lezione della storia riguardo alla banca (impresa notoriamente "sui generis");

III. una conseguente applicazione incerta di regole, in fase di rodaggio e con

³⁰ Tanto che si parla di tutela "europeizzata": si v. G. MORBIDELLI, *Riflessioni sparse*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, il Mulino, 2022, p. 7 ss., in part. p. 15.

³¹ Da ultimo, per un'approfondita indagine e ulteriori riferimenti bibliografici, si rinvia ai saggi contenuti in S. ANTONIAZZI, *Forme di tutela nell'Unione bancaria europea*, Editoriale Scientifica, 2023.

autorità (ma anche Commissione europea e giudici) alle prese con il *learning by doing* (*ex plurimis* il riferimento va alla vicenda delle crisi bancarie italiane)³².

Di seguito provo a spiegarmi meglio, adottando una metodologia cartesiana che non intende scadere nel vizio di dogmatica apoditticità, ma procedere con metodo di tipo induttivo³³.

I. Il *Financial Stability Board*-FSB ha il merito di aver affrontato un problema di gran rilievo emerso con la *GFC*: eliminare l'azzardo morale connesso al principio del *too big to fail*-TBTF. Con l'obiettivo dell'*ending* di questa percezione da parte del mercato, tramite soprattutto la sostituzione del *bail-out* con il *bail-in*, in sede internazionale vengono messe insieme una serie di raccomandazioni rese note (le date e la loro concatenazione sono importanti per definire le dinamiche sottostanti alle riforme poi introdotte) nell'ottobre del 2011: le c.d. *KAs*, acronimo di *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. Le raccomandazioni hanno avuto come "ambito applicativo" la crisi del debito sovrano che proprio in quel momento compare a forza per il nostro Paese: si realizza infatti quel circolo vizioso tra debolezze di bilancio delle banche (quelle italiane anche gonfie di titoli pubblici) e crisi dei debiti sovrani espressa soprattutto dallo *spread*.

Tuttavia, sarà proprio l'"illusione" di essere giunti all'*ending* del TBTF, con i mezzi introdotti (obiettivo, come dicevo, perseguito dalla *soft law* e realizzato con le *KAs*), che avrà il merito di fare da base di lancio alle ben note e successive riforme

³² Per un inquadramento generale si rinvia, fra i molti, ad A. MAGLIARI, *Salvataggi bancari, concorrenza e stabilità finanziaria tra disciplina europea ed esperienza nazionale*, in M. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *op. cit.*, p. 83 ss.; M. CLARICH e A. PISANESCHI, *Aiuti di stato e tutela della concorrenza: i casi Tercas, Monte dei Paschi e Carige*, *ivi*, p. 159 ss.

³³ Sulla riforma delle regole innescata dalla crisi del 2008 ho avuto modo di soffermarmi in modo ampio nella monografia "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Cacucci, 2018, rispetto alla "questione bancaria italiana" esplosa con la crisi di 4 piccole banche si v. pp. 148 ss. e 193 ss. Da ultimo un sintetico inquadramento, e ulteriori riferimenti bibliografici, in V. TROIANO, *L'assetto istituzionale dell'ordinamento bancario europeo*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico, ecc.*, cit., p. 481 ss., e F. Capriglione, *Unione monetaria, Unione bancaria, ruolo della BCE*, *ivi*, p. 501 ss.

epocali realizzate nell'UE, con un cambio di traiettoria non facilmente immaginabile per il consueto modo di procedere del legislatore comunitario:

- avvio nel novembre 2012 della *roadmap* per la costruzione dell'Unione bancaria;

- inasprimento della normativa sugli aiuti di Stato di cui alla Comunicazione “banche” emanata dalla Commissione europea nel 2013 (gli aiuti vengono subordinati alla presenza di un interesse pubblico e alla misura del *burden sharing*);

- messa a punto del “codice bancario europeo” realizzato con le direttive 2013/36/UE e con il regolamento UE n. 575/2013, pacchetto c.d. CRD4 e CRR, attuativo delle nuove regole sul capitale di Basilea 3 del 2010, applicabili dal 1° gennaio 2014 (regole che – il punto va messo in evidenza – hanno come terzo pilastro quello della trasparenza verso il mercato);

- introduzione di una normativa armonizzata sulla soluzione delle crisi bancarie, interamente modellata sulle KAs del FSB; la direttiva 2014/59/UE c.d. BRRD, sui piani di risanamento e risoluzione di banche e imprese di investimento, metterà il freno al *bail-out* con la misura del *bail-in*, che in un convegno senese del 2014 il Presidente del Fondo interbancario di garanzia dei depositi definì in modo diplomatico: “sicuramente il più efficace, il più invasivo ed il più criticabile”³⁴. La BRRD entrerà in vigore il 1° gennaio 2015, ma per la misura del *bail-in* l'applicazione viene fatta slittare al 1° gennaio 2016; farà da base di appoggio al Meccanismo di risoluzione unico-MRU ed avrà il merito di aver posto comunque l'attenzione sulla necessità di passività ammissibili, il c.d. *MREL-Minimum Requirement of Eligible*

³⁴ Si v. S. MACCARONE, *La crisi delle banche dal testo unico bancario alle nuove regole europee*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il “futuribile”*, Giuffrè, 2016, p. 111 ss., in part. p. 119. Ho già avuto modo di segnalare il ruolo di coprotagonista dell'Europa negli sviluppi realizzati nella *soft law*: viene infatti riconosciuto al francese Michel Barnier e all'inglese Sharon Bowles un forte peso nell'aver posto il “contestato” *bail-in* al centro della risoluzione per intermediari complessi, si v. il mio “Ending of too big to fail” *tra soft law, ecc.*, cit., cfr. p. 114.

Liabilities che poi il FSB adotterà anche per le banche di rilevanza sistemica a livello globale (le G-SIB) prevedendo un supplemento di patrimonializzazione attraverso la *TLAC-Total Loss Absorbing Capacity*.

In tale contesto matura però un problema. Prima dell'avvio del MVU la valutazione approfondita degli enti creditizi *more significant* da parte della BCE (riguardante i rischi rilevanti ai fini della vigilanza, la c.d. *CA-comprehensive assessment*), unita all'esame della qualità degli attivi (la c.d. *AQR-asset quality review*), con *focus* sulle esposizioni bancarie e sui relativi accantonamenti, nonché una prova di *stress* volta a testare la tenuta dei bilanci bancari, fanno emergere la debolezza del nostro sistema fondato su un modello di banca tradizionale. Con lo spostamento della supervisione in capo alla BCE, dopo la *CA* e l'*AQR*, il potere di intervento diretto su tutti gli istituti di credito nonché quello di dettare le linee di condotta agli organismi di controllo nazionale, interagirà con l'applicazione dal 31 dicembre del 2014 dei requisiti fissati da Basilea 3 e contenuti nella CRDIV, i quali avevano inasprito le regole prudenziali per le banche, con la finalità di garantire che le stesse fossero adeguatamente capitalizzate e potessero resistere a *shock* di tipo macroeconomico e finanziario. Peraltro nel periodo le stesse prove di *stress*, condotte dall'ABE dal 2011, non diedero buona prova di sé e furono attratte in un vortice di critiche per le conseguenze dalle stesse prodotte³⁵.

Tutto questo per rammentare che il passaggio in sede europea tra il 2013 e il 2015 della supervisione e della gestione delle crisi delle banche italiane, realizzato con il MVU (avviato a novembre del 2014) e il MRU (operativo dal primo gennaio 2015), poggia su questa coeva disciplina e avviene in uno scenario condizionato dalle difficoltà economiche conseguenti alla crisi del 2008 e alla relativa coda del 2011. Il

³⁵ Si v. la relazione speciale della CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Le prove di stress a livello di UE per le banche: è stata raccolta una quantità inedita di informazioni sulle banche, ma occorre migliorare il coordinamento e la focalizzazione sui rischi*, Unione europea, 2019, in part. p. 16 ss. (al link https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr19_10/sr_eba_stress_test_it.pdf).

risultato è stato così quello di esasperare le differenze nei modelli operativi presenti tra gli intermediari bancari europei, a vantaggio delle banche di investimento francesi e tedesche meno toccate dalla riforma di Basilea 3.

Nella sostanza, la stessa fase di rodaggio dell'UB ha fatto perno su un quadro normativo in corso di assestamento (in sede internazionale continuavano da parte del Comitato di Basilea i lavori di riforma della regolamentazione prudenziale completata poi, con vari passaggi intermedi, nel 2017); tanto che nei fatti le sopradette riserve di passività ammissibili a *bail-in* (sottoscritte da investitori professionali), idonee ad essere assoggettate a riduzione o conversione in nuovo capitale – in caso di dissesto e quindi all'interno della procedura di risoluzione, – erano presenti, e in larga parte lo sono ancora, solo nella lettera delle norme: si prospettava che il livello *target* del *MREL* sarebbe stato infatti raggiunto nel 2024.

La domanda (retorica) è stata se – fatta salva l'ipotesi di *mala gestio* in genere connaturata ai dissesti – il quadro normativo potesse essere ritenuto corresponsabile della “questione bancaria italiana”, e quindi del correlato fenomeno del c.d. risparmio tradito con i *crack* bancari nazionali di quegli anni³⁶, nonché della crisi di fiducia che

³⁶ Nel febbraio 2019 una battuta del ministro dell'economia (governo giallo-verde) Tria ha fatto affiorare una desolante verità. La battuta riguardava il ministro dell'economia Saccomanni – siamo nel 2013 all'interno del Governo Letta – ad avviso di Tria allora ricattato dalla Germania nell'approvazione delle norme sul *bail-in*. “Se l'Italia non avesse accettato il nuovo sistema si sarebbe diffusa la notizia che il nostro sistema bancario era prossimo al fallimento»³⁶. Secondo Tria il *focus* andava sulla “costruzione” delle norme. Nel 2019 lo stesso Letta così descrive la questione: “Il problema era il 27 a uno, l'Italia era l'unico Paese su un'altra linea. La capacità di rovesciare quella maggioranza era quasi impossibile” (Saccomanni: Ricattato? Ma figuriamoci, articolo a firma di Fl.C., su *Il Sole 24 Ore* del 1° marzo 2019, p. 5). Ad inizio marzo 2019, prima dello scoppio della pandemia, F. DAVERI su *Il Corriere* si interrogava sulle debolezze dell'Europa: la UE e la UEM sono state spesso al centro del dibattito. Sempre a marzo del 2019 il capo del Dipartimento vigilanza della Banca d'Italia, Carmelo BARBAGALLO (intervento dal titolo *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, tenuto a Modena il 1° marzo 2019) sottolineava come la misura del *bail-in* fosse stata “affrettata” e come la stessa fosse “inapplicabile”, per l'assenza di un “presupposto di funzionamento”: la presenza del cuscinetto *MREL* e la *TLAC* che condiziona le strategie di finanziamento/capitalizzazione delle banche. Questa mancanza di sincronia, unita all'esperienza maturata, cercava di spingere verso un'interpretazione più flessibile del *bail-in*, commisurata ai suoi effetti sulla stabilità sistemica. Riflessione da spostare anche a livello internazionale. Bini Smaghi (presidente di Société Générale, con un passato in BCE), sottolineava il problema della “fiducia”

ha investito le banche e la stessa Banca d'Italia ritenuta responsabile di non aver sufficientemente vigilato. Di qui le Commissioni di inchiesta con le quali la politica cavalcava le proteste dei risparmiatori e il malcontento popolare effetto anche della crisi economica del Paese.

In buona sostanza, le regole della BRRD, pur poggiando sul presupposto ambizioso di eliminare dal mercato l'azzardo morale connesso al *too big to fail* ritenuto proprio delle istituzioni di rilevanza sistemica a livello globale (c.d. *G-SIFI*), agli effetti pratici non solo hanno creato problemi con la loro applicazione retroattiva, ma hanno anche dato dimostrazione dell'errore nella logica che ne era alla base, ritengo infatti che la riforma (internazionale ed europea) abbia fatto perno su una visione a dir poco miope sulle lezioni impartite dalla storia riguardo alla banca, impresa che anche nell'attuale contesto normativo non può non essere considerata "sui generis"³⁷.

II. Passo così al secondo aspetto. È mia ferma convinzione che le banche non sono imprese come tutte le altre: (i) per la "merce" – e metto il termine tra virgolette – che trattano (penso anche alla magia del credito, dato che sono in grado di creare moneta)³⁸, attraverso la quale si fanno anche motore dello sviluppo economico, (ii)

(condividendo l'opinione di Tria che gli investitori fuggono da un paese che in continuazione ridiscute contratti e regole), ma anche il fatto che le regole europee possono essere cambiate se ci sono alleanze: "i governi cambiano, ma i paesi, le istituzioni e le regole restano" (articolo pubblicato su *Il Sole 24 ore* del 1° marzo 2019). Anche il Presidente dell'ABI Patuelli chiedeva all'epoca una revisione delle norme che consentisse l'impiego dei fondi di garanzia dei depositi con scopo preventivo, sottraendola alla disciplina sugli aiuti di Stato. Cfr. A. PEREGO, *Bankitalia alla Ue: "Cambiare il bail-in". Il responsabile della Vigilanza concorda con il presidente dell'Abi, Antonio Patuelli*, su *La Nazione*, 2 marzo 2019.

³⁷ Di recente si v. le interessanti considerazioni di C. BRESCIA MORRA, *Che cos'è la banca tra innovazione e regole europee*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa e sviluppo economico*, Giuffrè, 2023, p. 45 ss. (in part. p. 52 s.), e di R. BERTELLI, *Too bank to fail ... riflessioni sulle crisi bancarie*, *ivi*, p. 111 ss.

³⁸ Al momento questo accade, bisognerà poi vedere cosa succederà con l'avvento dell'euro digitale. Si propone comunque di definire servizio di interesse economico generale gli obblighi di fornitura dei servizi bancari legati alla CBDC: si v. G. MATTARELLA, *L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione cross-sectoral*, in *Riv.dir.banc.*, 2023, I, p. 619 ss.

per il ruolo che la fiducia assume per la funzionalità e la stabilità del sistema.

Chi si è culturalmente formato nel vigore della legge bancaria del 1936 non resta meravigliato dal connubio tra discrezionalità tecnica, connessa alla supervisione e alle valutazioni necessariamente specialistiche nell'esercizio dell'attività bancaria (tanto che con gli accordi di Basilea le formule matematico statistiche sono entrate a far parte degli stessi testi normativi), e discrezionalità politica, riguardante le modalità con cui i poteri attribuiti potevano essere esercitati. Il momento della soluzione della crisi costituiva l'elemento cardine: proposta della Banca d'Italia e poi coinvolgimento dell'apparato politico per disporre l'amministrazione straordinaria o la liquidazione coatta amministrativa (a cui la prima di prassi faceva da anticamera), sistema mantenuto anche nel TUB, che con una "norma manifesto" dava evidenza al carattere imprenditoriale dell'attività bancaria che nessuno pensava comunque di mettere in discussione. Mi piace anche ricordare che la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito nella legge bancaria degli anni Trenta venivano considerate, con espressione ritenuta metagiuridica, "funzioni di interesse pubblico", e che quest'ultimo rimane insito nella regolazione delle banche, seppure sotto altre forme: la mente va ai presupposti della risoluzione, ma anche alla funzionalità del sistema dei pagamenti. In definitiva, l'interesse pubblico si collega in modo diretto alla tutela della stabilità sistemica perseguita dalle autorità di supervisione, e dovrebbe anche costituire la cartina di tornasole dell'attività discrezionale alle stesse attribuita nel quadro normativo dato.

La crisi del 2008 ha dato una necessaria spinta verso il giusto ridimensionamento del *moral hazard* di cui hanno goduto amministratori e banche (anche nel nostro paese), rendendo però nell'UE articolata e anche arbitraria la verifica del riscontro dell'interesse pubblico in fase di uscita dal mercato.

L'interesse pubblico è stato cioè sganciato, spacchettato dalla raccolta del risparmio tra il pubblico collegata all'erogazione del credito, attività propria delle

banche, ritenute – e a ragione (la mente va soprattutto a quelle “di investimento”) – all’origine del disastro provocato dalla crisi del 2008. Il vizio di origine della riforma sta nell’aver dato per scontato che una banca (per cui non si realizzano i presupposti della risoluzione) potesse fallire come qualsiasi altra impresa.

Memorabile la risposta (l’esempio) del Governatore Visco alla presidente del *Single resolution board*-SRB (acronimo che useremo anche nel seguito) Else Koenig quando a maggio 2016: (i) aveva criticato il richiamo alla frase di Gorbaciov: “chi arriva tardi viene punito dalla storia”, facendo presente che prima dell’esplosione della crisi del debito sovrano nel 2011-2012 la soglia degli NPL non fosse così significativa da richiedere la creazione di una *bad bank* di sistema, optando – d’intesa con la Commissione europea – per l’introduzione di una garanzia pubblica sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs)³⁹; (ii) aggiungeva poi: “Se fallisce un supermercato, lo chiudi e un altro apre. Se fallisce una banca, è molto improbabile che ne apra un'altra, è più probabile che quella accanto cominci ad avere problemi”⁴⁰.

È desolante però constatare come nel maggio del 2020 (nel pieno della pandemia) Else Koenig, sempre al vertice del SRB, continuasse comunque a parlare di banche “zombi”, affermando che le stesse dovessero “fallire”⁴¹, ignorando quindi dibattito e problemi emersi. Chiuderei sul punto con il ricordo di un collega nominato commissario liquidatore di una banca nel Sud. Posto che la velocità della soluzione di una crisi nel fine settimana fa sì che il lunedì i clienti trovino una nuova insegna per la filiale della loro banca, mi raccontava come nel suo caso la folla creatasi fuori dai

³⁹ Si v. *Bad Bank, Visco difende Italia: parole Koenig scorrette*, Reuters, 5 maggio 2016; per gli sviluppi sul tema si v. di recente D. ROSSANO e P. MESSINA, *Aiuti di stato alle imprese e garanzie pubbliche*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico ecc.*, cit., p. 521 ss.

⁴⁰ Si v. *Il governatore Visco difende l'Italia: scorretti i giudizi sulla mancata creazione di una bad bank*, 5 maggio 2016, articolo reperibile al link www.corriere.it/economia/16_maggio_05/visco-fondo-atlante-ha-limiti-ma-aiutabloccare-crediti-deteriorati-d45deaae-12b2-11e6-918d-cff62dc61260.shtml.

⁴¹ Si v. *Europe Warned Against Free Virus Bailouts for Zombie Banks*, articolo a firma di A. WEBER e S. BRUSH del 12 giugno 2020 reperibile sul sito <https://www.bloomberg.com>.

locali impediva agli stessi commissari di uscire, tanto da costringerli a chiamare i carabinieri che, insieme al Direttore, hanno poi avuto un bel da fare nel rassicurare i depositanti giustamente preoccupati dei loro risparmi.

III. Il filo del discorso ci porta al terzo aspetto, che continua a ruotare intorno al nodo delle crisi. L'Italia, suo malgrado, ha fatto da laboratorio sperimentale della normativa sulla soluzione delle crisi bancarie e il *leitmotiv* è comunque stato quello di individuare tutte le strade possibili per evitare il *bail-in* dei depositanti; nell'intervento ad un convegno senese del maggio 2023 l'ex presidente del Fondo interbancario di garanzia dei depositi raccontava come in un periodo relativamente breve sia successo "tutto e il contrario di tutto". Alla prova dei fatti anche l'esperienza americana e svizzera ha mostrato come la preoccupazione abbia travalicato la salvaguardia dei depositanti. Nella sostanza la sfida regolatoria è di trovare investitori, tra i quali le norme europee novellate con il "pacchetto bancario" del 2019 inseriscono anche quelli *retail*, "consapevolmente" disposti a perdere gli investimenti fatti per "salvare" una banca in crisi⁴². Alla luce del contesto sin qui descritto risultano quindi scontate le forti perplessità sulla riforma *in itinere* della risoluzione avviata in sede UE, che estenderebbe la medesima alle banche *less significant* (che in Europa sono quattromila), nonostante il dato di fatto dell'impossibilità per le stesse di preconstituire adeguate passività *bail-inable* senza intaccare i depositi eccedenti la soglia garantita⁴³.

La crisi delle banche venete, assoggettabili in linea di principio alla risoluzione (e la cui sorte era già segnata nel 2014 dalla CA della BCE), ha dato invece evidenza a tempi lunghi, dialettica e complessità dei rapporti tra autorità/istituzioni europee e

⁴² Da ultimo un quadro delle problematiche relative alle passività destinate ad assorbire le perdite in F. CIRAOLO e F. SAVASTA, Senior non-preferred bonds e tutela degli investitori, in *Quaderni giuridici* della CONSOB, n. 30, gennaio 2024.

⁴³ Autorevolmente, su tale riforma, si v. S. MACCARONE, *La gestione della crisi delle banche less significant: un tema ancora irrisolto*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa, ecc.*, cit., p. 289 ss.

quelle nazionali⁴⁴. Tanto che anche il riscontro frammentario e non sempre coerente dell'interesse pubblico costituisce nel *framework* normativo il nodo maggiormente spinoso e di massima nebulosità.

Nella soluzione delle crisi bancarie nell'UB il meccanismo di discrezionalità tecnica sul fronte dell' "an" e di discrezionalità politica rispetto al "quomodo" opera in un contesto direi di "concitata rapidità": nel giro di poche ore la BCE, il SRB, le autorità nazionali di vigilanza il Consiglio e la Commissione europea (convitato di pietra al tavolo decisionale per il ruolo determinante in tema di sostegno degli Stati alle banche in crisi)⁴⁵ interagiscono, con la spada di Damocle del riscontro o meno della presenza dell'interesse pubblico dapprima dal punto di vista dell'UE e poi, attraverso la lente degli aiuti di Stato, a livello nazionale: la Commissione, paladina della tutela della concorrenza (con riguardo all'attivazione delle misure di sostegno pubblico in caso di risoluzione, di ricapitalizzazione precauzionale o di provvedimenti quali ad esempio la liquidazione coatta amministrativa), può insomma assumere il ruolo di una sorta di Giano Bifronte. L'incertezza che questo "dislivello" innesca, si coniuga con la frammentarietà e disomogeneità dei sistemi nazionali di soluzione delle crisi⁴⁶, dando origine a un quadro d'assieme a dir poco multiforme e disorganico.

Appare dunque scontato che la macchinosità del meccanismo, la numerosità

⁴⁴ Mi permetto di rinviare al mio *Il decreto legge n. 99/201: un'altra pietra miliare per la "questione bancaria" italiana*, in *Riv.trim.dir.econ.*, 2018, I, p. 24 ss., in part. pp. 41 ss. e 52 ss.

⁴⁵ L'"ampio potere discrezionale tecnico" della Commissione è riconosciuto dalla giurisprudenza comunitaria: cfr. M.P. CHITI, *Gli aiuti di Stato nel prisma degli interessi pubblici. Per un rinnovato approccio*, in ID. e V. SANTORO (a cura di), *Il diritto, ecc.*, cit., p. 179 ss., cfr. p. 190. Sulla portata dei poteri della Commissione si v., su altro fronte, E. BINDI, *Alcune considerazioni sulla condizionalità e sul ruolo della Commissione europea nella riforma del MES*, in *Itinerari della comparazione. Scritti in onore di Giuseppe Franco Ferrari*, Egea, Milano, 2023, vol. 1, p. 722 ss., in part. p. 730 ss.

⁴⁶ I dati e le esperienze sono ben evidenziati da I. MECATTI, *La gestione delle crisi delle banche minori: profili di riforma*, in S. ANTONIAZZI (a cura di), *Forme di tutela nell'Unione bancaria europea*, cit., p. 249 ss.; sulla necessità di una valutazione armonizzata del pubblico interesse si v. di recente L.S. MORAIS, *Perspectives for reform of the European crisis management framework for banks and the completion of European Banking Union*, in *Riv.it.dir. pubbl.comun.*, 2023, p. 165 ss.

degli attori in campo (peraltro con base giuridica diversa: copertura costituzionale per la BCE e fonte regolamentare per le Autorità europee di vigilanza-AEV e il SRB), abbiano amplificato anche i problemi connessi all'architettura istituzionale e alle tutele sul piano giurisdizionale⁴⁷. Piano cui va il merito di dare evidenza ad aspetti particolarmente significativi che talvolta rafforzano però gli interrogativi sul quadro regolatorio scaturito dalla crisi. È il caso, ad esempio, della valutazione da parte della BCE della condizione che una banca sia in dissesto o a rischio di dissesto – c.d. FOLTF-*failing or likely to fail* – la quale chiama in causa (ex art. 18, par. 1, reg. MRU) la competenza del SRB riguardo all'attivazione del programma di risoluzione, in presenza delle ulteriori due condizioni della mancanza di misure alternative di vigilanza o del settore privato idonee ad evitare il dissesto, e della accennata presenza dell'interesse pubblico all'azione di risoluzione. Ebbene nella vicenda della banca lettone ABLV la Corte di Giustizia, ha stabilito che la valutazione da parte della BCE del FOLTF “non è un atto vincolante”, e che il SRB dispone in merito “di un potere discrezionale” e potrebbe quindi anche non condividere l'analisi della BCE⁴⁸. La Corte prova a stemperare la forza dirompente di tale affermazione con l'osservazione che “nei fatti, la perizia di cui dispone la BCE e la sua conoscenza delle informazioni prudenziali relative all'entità interessata fanno sì che il Comitato faccia probabilmente propria la valutazione della BCE nella maggior parte dei casi”, ma subito aggiunge, richiamandosi alle conclusioni dell'Avvocato generale, che se non vi

⁴⁷ Da ultimo per un ampio studio sul tema si rinvia a S. ANTONIAZZI, *La tutela giurisdizionale nell'Unione bancaria europea: riparto di giurisdizione e molteplici questioni critiche*, in EAD. (a cura di), *op. cit.*, p. 9 ss. Sandro AMOROSINO ha efficacemente equiparato il nuovo sistema europeo ad un “circo a tre piste, nel quale però gli ‘spettacoli’ che vanno in scena in ciascuna pista devono coordinarsi con quelli delle altre”, si v. *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato “chiuso” alla regulation unica europea*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, p. 391 ss., in part. p. 403. Per un inquadramento dei poteri nel MRU si v., fra i molti, O. CAPOLINO, *The Single Resolution Mechanism: Authorities and Proceedings*, in M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, 2019, p. 247 ss.

⁴⁸ Si v. la sentenza del 6 maggio 2021, cause riunite C-C-551/19 P e C-552/19 P, ABLV Bank AS e a./BCE, punti 67 e 68 (reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/>)

è “difficoltà ad assumere che la valutazione della BCE possa essere rivestita di auctoritas”, tuttavia restano salve le prerogative del SRB poiché “ciò non implica che essa sia anche dotata della potestas” di imporsi nella fase decisionale spettante al SRB⁴⁹. Quindi in caso di conflitto il pendolo andrebbe a vantaggio di quest’ultimo...

Del resto lo stesso “disaccordo” alla base del caso Tercas ha condizionato – con il colpo ferale inferto dalla Commissione europea all’intervento del Fondo interbancario di garanzia dei depositi, ritenuto un aiuto di Stato – storia e soluzione delle crisi bancarie italiane e dato vita ad una vicenda processuale scandita dall’annullamento del provvedimento della Commissione da parte del Tribunale europeo, la cui decisione è stata poi confermata dalla Corte di Giustizia, che ha ribadito la natura privata del Fondo sostenuta dal nostro Paese⁵⁰.

4. Gli eventi seguenti alla grande crisi del 2008, di cui il contesto normativo esistente è figlio, forniscono diversi insegnamenti – essendo ormai “storia” il passaggio repentino da un ambiente regolamentare ad uno nuovo senza concedere un periodo di acclimazione – dei quali sarebbe necessario fare tesoro per provare a migliorare lo stesso anche alla luce dei trattati vigenti.

a. Un segnale è ad esempio arrivato sul piano della flessibilità (peraltro uno dei connotati della legislazione bancaria italiana, via via sminuito dall’irrompere del diritto europeo). Si è accennato al ruolo della *soft law* nel rinnovamento del quadro normativo europeo. La stessa entra però in causa anche con riguardo alle disposizioni (orientamenti, linee guida, Q&A, ecc.) che promanano dalle stesse AEV⁵¹ che hanno

⁴⁹ Cfr. il punto 69. Torneremo sul punto più avanti nel par. 4.1.

⁵⁰ Si v. *ex plurimis*, per una ricostruzione del caso e diffusi riferimenti bibliografici, M. LUNGARELLA, *Brevi considerazioni in merito alla decisione della Corte di Giustizia sulla vicenda Tercas e agli interventi alternativi dei sistemi di garanzia dei depositi*, in *Giur.comm.*, 2022, II, p. 33 ss.

⁵¹ Gli orientamenti e i chiarimenti interpretativi dell’ABE sono segnalati nel *single rulebook*, per un sintetico e critico inquadramento delle fonti si v. da ultimo, fra gli altri, O. CAPOLINO, *Trent’anni*

origine tecnocratica e mancano di legittimazione democratica. Ciò nonostante, va segnalata come importante passo in avanti la decisione della Corte di Giustizia in cui si legge che, pur non essendo destinate a produrre effetti giuridici vincolanti, i giudici nazionali sono tenuti a prendere in considerazione le “raccomandazioni” (nel caso di specie dell’ABE) “al fine di risolvere le controversie loro sottoposte, in particolare qualora esse siano intese a completare disposizioni dell’Unione europea aventi carattere vincolante”⁵². Tale sentenza se da un lato porta ad interrogarsi sulla certezza del diritto, dall’altro lato, però, apre la via ad un aspetto essenziale per le questioni connesse alla regolamentazione del sistema bancario. Si osserva giustamente come l’origine tecnocratica delle AEU sviluppi un punto di forza dato dal poter assicurare “la speditezza nell’adozione di aggiornamenti alle esigenze del mondo della banca e della finanza, che cambiano molto velocemente, e proteggono il processo di normazione da esigenze politiche di breve periodo, che tendono a far prevalere il consenso immediato rispetto a strategie di lunga portata, come la stabilità complessiva del sistema bancario”⁵³.

La stessa pandemia – lo si è accennato – ha messo in primo piano il ruolo delle banche sia come canale di trasmissione della politica monetaria, sia come fornitrici di credito all’economia piegata dai *lockdown* e dall’interruzione delle catene del valore. Ebbene, gli interventi della Commissione e il regolamento UE 2020/873, c.d. CRR *quick-fix* (rimedio provvisorio/tampone), posto a modifica del disposto normativo europeo appena riformato con i pacchetti del 2019, hanno dato invece evidenza al valore della “flessibilità” delle norme messe a disposizione delle autorità creditizie,

dopo: dal testo unico bancario al quadro normativo europeo, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa, ecc.*, cit., p. 245 ss., in part. p. 247 ss.; M.E. SALERNO, *Il ruolo dell’Autorità Bancaria Europea e dei meccanismi di integrazione dell’Unione bancaria nel processo di creazione del mercato interno*, *ivi*, p. 397 ss.

⁵² Si v. Corte di Giustizia, C-501/18, BT c. Balgarska Banka, sentenza del 25 marzo 2021, par. 79-80 (reperibili su curia.europa.eu).

⁵³ Si v. M. PERASSI, *Il sistema dei controlli nell’Unione bancaria: punti di forza e di criticità*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L’ordinamento bancario, ecc.*, cit., p. 27 ss., in part. p. 33 s.

essendo stati emanati con lo scopo di attenuare l'impatto della regolazione bancaria sui bilanci delle banche⁵⁴, ormai appannaggio pressoché esclusivo della *soft law*. Del resto dell'importanza dei lavori degli *standard-setter* internazionali si ha puntuale riprova dai numerosi rinvii contenuti nel "cod.banc.eu" costituito dal CRR e dalla CRDIV, lavori peraltro alla base delle "valanghe normative" che stanno rendendo sempre più monumentale la legislazione bancaria europea (alla continua ricerca di una più solida stabilità), creando enormi problemi sul piano della *compliance* ma anche della proporzionalità, essendo gli *standard* ideati per i colossi finanziari globali⁵⁵.

b. Rispetto al quadro normativo esiste anche un problema di "confezionamento" delle regole. Dalla guerra conseguente all'invasione russa dell'Ucraina e poi dal conflitto esplosivo in Medio Oriente sono scaturiti scenari in rapida evoluzione (per le transizioni economiche in atto ma anche per i continui sconvolgimenti geopolitici), i quali lasciano emergere una ridefinizione dei rapporti di forza – penso ad esempio al ruolo sempre più egemonico della Cina, afflitta peraltro dalla crisi immobiliare, e all'ampliamento dei BRICS – il quale spinge ad interrogarsi sui possibili impatti rispetto alla futura produzione di *standard* condivisi a livello internazionale. Si prospetta infatti un nuovo ordine mondiale scandito anche da una "ri-globalizzazione selettiva"⁵⁶; come ha affermato di recente Siani: "il rischio globale

⁵⁴ Per una riflessione in tal senso sull'uso delle leve della regolazione/supervisione nel quadro della pandemia (ed altresì per l'impatto dei pacchetti normativi del 2019) sia consentito il rimando al mio *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Giuffrè, 2020, p. 283 ss.

⁵⁵ Per dettagli sul legame che il legislatore europeo instaura con la *soft law* nel disposto normativo rinvio di nuovo al mio *La legislazione bancaria europea ecc.*, cit., p. 251 e nt. 260; sul tema della proporzionalità si v. da ultimo l'ampio lavoro di G.L. GRECO, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, Cacucci, 2023.

⁵⁶ G. OTTAVIANO, *Riglobalizzazione selettiva: un "terzo scomodo" tra Cina e Stati Uniti?*, 20 giugno 2023 al link <https://lavoce.info/archives/101409/riglobalizzazione-selettiva-un-terzo-scomodo-tra-cina-e-stati-uniti/>.

supera la somma delle singole fragilità”⁵⁷.

La stessa crisi delle banche americane – con la singolare appendice svizzera (che ha visto l’adozione di forme di sostegno pubblico con azzeramento delle obbligazioni AT1 di Credit Suisse senza imporre perdite agli azionisti) – ha portato nuove informazioni sulle conseguenze derivanti da carenze nella supervisione, da scelte regolatorie fallimentari, dalla sottovalutazione dei rischi e dei moderni modi con cui questi si manifestano (penso all’incidenza degli strumenti telematici sullo spostamento dei depositi in tempo reale ovvero al ruolo che i *social network* possono avere per veicolare notizie impattanti sulle corse al ritiro dei depositi). Risultano “inquietanti” le riflessioni di Jonathan McKernan, membro del *Board* della *Federal Deposit Insurance Corporation*, seguite alla risoluzione di *First Republic Bank*. A suo avviso il fallimento della *Silicon Valley Bank* ha segnato l’insuccesso degli sforzi realizzati con 15 anni di riforme; essendo però i “fallimenti” bancari “inevitabili in un sistema finanziario dinamico e innovativo”, fa presente la necessità di “pianificare questi fallimenti bancari concentrandosi su forti requisiti patrimoniali e un quadro di risoluzione efficace”; ciò come “migliore speranza per porre fine alla cultura del salvataggio” americana “che privatizza i guadagni mentre socializza le perdite”⁵⁸. Non

⁵⁷ G. SIANI, *Il sistema bancario e finanziario tra crisi ricorrenti e modifiche strutturali*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d’Italia al Convegno ABI “Supervision, Risks and Profitability 2023”, Milano, 6 giugno 2023, p. 1.

⁵⁸ Si v. *Statement by Jonathan McKernan, Member, FDIC Board of Directors, On Resolution of First Republic Bank*, May 1, 2023 (al link <https://www.fdic.gov/news/speeches/2023/spmay0123.html>) segnalato da E. MONTANARO, *Brevi riflessioni sul fallimento della Silicon Valley Bank*, in *Ianus*, 2022, n. 26, p. 103 ss. (al link https://www.rivistaianus.it/numero_26_2022/08_Montanaro_103-114.pdf), cfr. 114. Di seguito si riporta il testo completo: “*I am pleased we were able to deal with First Republic’s failure without using the FDIC’s emergency powers. It is a grave and unfortunate event when the FDIC uses these emergency powers. Any decision to use the FDIC’s emergency powers should be approached skeptically, taking into account the unique facts and circumstances of the time, and with careful attention to the implications for the future. The March 12 rescue of SVB and Signature’s uninsured depositors was an admission that 15 years of reform efforts have not been a success. Many of the Dodd–Frank Act regulations were prescriptive, burdensome, and expensive. Yet still a failed bank’s investors do not always bear the consequences of the bank’s poor risk management. And yet still the banking system is not resilient to failures of bank supervision. More work remains to be done. We should avoid the temptation to pile on yet more prescriptive regulation*”

v'è chi non veda come le affermazioni di McKernan ripropongano l'ampio dibattito che ha avviato e scandito il percorso volto alla fine del TBTF della *Global financial reform agenda*. La sua soluzione sarebbero infatti gli strumenti ideati all'inizio dello scorso decennio relativi alla soluzione delle crisi e al *framework* di Basilea 3, negli USA rimasti però nella sostanza inapplicati, a differenza (come si è visto) dell'UE⁵⁹.

L'altro aspetto, altrettanto cruciale emerso dalle suddette crisi, è quello della rilevanza di un accesso tempestivo a fonti di liquidità; tanto che il tema dell'esistenza di un prestatore di ultima istanza (c.d. *LoLR-Lender of Last Resort*), volto a presidiare possibili crisi rischi di liquidità, di recente ha richiamato l'attenzione dello stesso G30⁶⁰.

c. Tra le lezioni impartite dalla vicenda delle crisi bancarie metterei anche il piano della trasparenza verso il mercato con il *warning* segnalato *supra* a chiusura del par. 2, non ben tenuto a mente, ad esempio, nella strategia di dismissione rapida delle sofferenze adottata per le banche italiane, la quale ha comportato massicci trasferimenti di ricchezza da queste ultime agli investitori privati speculativi, attratti dagli altissimi premi di rischio alle stesse connesse. Ricordo infatti che, per dar seguito alle aspettative di vigilanza del 2019, la BCE inviò la c.d. *lettera Srep* alle 119 banche europee vigilate, "invitando" a massicce svalutazioni degli NPL in un orizzonte di breve periodo. Vittima illustre di tale manovra fu soprattutto l'MPS, che vide

or otherwise push responsible risk taking out of the banking system. Instead, we should acknowledge that bank failures are inevitable in a dynamic and innovative financial system. We should plan for those bank failures by focusing on strong capital requirements and an effective resolution framework as our best hope for eventually ending our country's bailout culture that privatizes gains while socializing losses".

⁵⁹ Le banche americane hanno goduto di vantaggi concorrenziali rispetto a quelle europee, tanto che non sono mancate lamentele per la prospettiva di dover colmare il divario esistente: si v. *US capital rules could narrow bank sector's transatlantic gulf*, sul *Financial Times*, 25 January 2024, reperibile al link <https://www.ft.com/content/d7a088d2-150e-4b3c-92ba-eada02cd430e>.

⁶⁰ Si v. *G30 report, Bank Failures and Contagion: Lender of Last Resort, Liquidity, and Risk Management, proposes fixes to the banking system to enhance resilience*, 9 January 2024, al link <https://group30.org/publications/detail/5264>.

crollare il proprio titolo in Borsa⁶¹: la BCE sollecitava infatti l'integrale svalutazione dei crediti deteriorati in bilancio nel giro di 7 anni. Considerato che gli impatti sia diretti che indiretti delle dinamiche riferite allo *spread* tra titoli di Stato italiani e tedeschi, e in generale le turbolenze sui mercati, si ripercuotono sulla raccolta (ad esempio sulla possibilità di emettere "bond subordinati Tier 2"), il *diktat* BCE sui crediti di MPS provocò una scossa nel mercato con cali dei titoli per tutte le banche italiane. La domanda posta in quel periodo, ma sempre valida, fu: *Banche di roccia o banche di vetro?*, da cui i dubbi se, rispetto alle decisioni di vigilanza, riservatezza e trasparenza siano conciliabili, e se non sia necessario lavorare su una migliore comunicazione al mercato, volta a tener presente sia la tutela degli investitori sia l'importanza di un "vaglio critico" da parte di esperti e opinione pubblica sull'operato delle autorità di vigilanza⁶². A mio avviso resta importante la saggezza sottesa al motto einaudiano sul "non far romore" allorché si interviene in campo bancario; se ne ha riprova nelle remore delle banche italiane ad attingere ai primi sistemi di ripatrimonializzazione, introdotti con la legislazione d'urgenza dell'autunno 2008, dettate non solo dalla scarsa appetibilità dei medesimi, ma anche dal timore di compromettere fiducia e reputazione nei loro riguardi da parte del mercato⁶³. In sede europea le stesse dilatazioni nei tempi di soluzione delle crisi, più o meno gravi, si sono mal conciliate con (diciamo così) la "pirateria" dei mercati assetati di trasparenza e con la salvaguardia della stabilità sistemica, dimenticando che le banche operano in un

⁶¹ Si v. L. DAVI, *La Bce ha imposto svalutazioni di Npl a tutte le banche Ue. Salvini: così danneggia l'Italia*, su *Il Sole 24 Ore* del 15 gennaio 2019 (<https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-ha-imposto-svalutazioni-npl-tutte-banche-ue-salvini-cosi-danneggia-l-italia-AE9QuAFH>); ID., *Diktat Bce a Mps: Npl svalutati a zero in sette anni*, *ivi*, 12 gennaio 2019, al link https://www.ilsole24ore.com/art/diktat-bce-mps-npl-svalutati-zero-sette-anni-AEZV5bDH?refresh_ce=1. Sulla complessità del tema degli NPL si v. in particolare E. MONTANARO, *Non-Performing Loans and the European Legal Framework*, in M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook*, ecc., cit., p. 213 ss., in part. p. 232 ss.

⁶² È il titolo di un articolo a firma di Andrea RESTI pubblicato il 18 gennaio 2019 e reperibile al link <https://lavoce.info/archives/57062/crediti-deteriorati-un-banco-di-prova-anche-per-la-vigilanza/>, cfr. p. 1 e 2.

⁶³ Cfr. M. ONADO, *Crisi dei mercati finanziari e intervento statale*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 1633.

sistema e che i problemi di una si riflettono sulle altre.

Tutto questo per ribadire che quando si parla dell'“impresa” banca la prudenza è necessaria su tutti i fronti.

4.1. Complessità del quadro normativo ed intrecciate competenze sono divenuti temi di ordinario studio per chi si occupa del mercato finanziario. L'allargamento dello sguardo agli aspetti dell'indipendenza, dell'*accountability* delle autorità di supervisione e delle tutele aggiunge ulteriori tasselli per ragionare in una visione più ampia sull'assetto dell'ordinamento bancario europeo. A me ha consentito di rafforzare un'idea già confluita in uno studio del 2018 e poi ribadita in lavori successivi.

a. Parto da una constatazione in linea di massima condivisibile: il MVU nell'insieme è riuscito a reggere il peso di questi dieci anni⁶⁴, anche se le smagliature sulla vicenda Carige, in relazione al caso Corneli, resteranno nella storia come ulteriore esempio di “scivolone” da parte della BCE per l'incapacità di valutare in modo adeguato la portata del diritto nazionale in rapporto con quello europeo, ma anche per un formalismo vien da dire “cieco” dei giudici europei⁶⁵.

Abbiamo comunque assistito ad un avvilente *learning by doing* da parte delle istituzioni coinvolte, scaturito dalle articolate e spesso non chiare modalità con cui le norme hanno definito (scontando la rigidità dei trattati) architettura istituzionale, relazioni tra le autorità – tecniche e politiche – coinvolte sia sul piano europeo che su quello nazionale, e anche relazioni tra i diversi livelli. Alla giurisprudenza delle corti

⁶⁴ Si v. S. ANTONIAZZI, *La tutela giurisdizionale, ecc.*, cit., p. 96 s., ma lo si sottolinea anche in Banca d'Italia: si v. M. PERASSI, *Il sistema dei controlli, ecc.*, cit., p. 27 ss., in part. p. 28; interessante anche il punto sul MVU alla luce della giurisprudenza delle corti europee fatto da G. BUONO, *La vigilanza europea: alcune riflessioni sui primi dieci anni del MVU*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa, ecc.*, cit., p. 231 ss.

⁶⁵ Sul punto si rinvia in particolare a O. CAPOLINO, *Trent'anni dopo, ecc.*, cit., in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa, ecc.*, cit., p. 245 ss., in part. p. 256 ss.

europee va riconosciuto il determinante contributo alla salvaguardia delle posizioni soggettive meritevoli di tutela, che però viene compromessa da incertezze e interpretazioni non univoche indotte dalla macchinosità della disciplina comunitaria dovuta alla molteplicità di atti e di competenze su cui l'Unione bancaria si fonda. Sarebbe ben auspicabile la soluzione di un "tribunale specializzato" istituito ai sensi dell'art. 257 TFUE⁶⁶, a mio avviso, tuttavia, condizione necessaria ma non sufficiente.

Come si è provato a far emergere nelle pagine che precedono il problema resta infatti a monte. La vicenda delle crisi bancarie verificatesi dopo l'attuazione della BRRD, su cui si ancorano il MVU e il MRU, ha dato dimostrazione di inceppi ed inefficienze. In sede europea non sembra però si abbia consapevolezza che "il sistema della risoluzione", oltre ad aver avuto sporadica applicazione⁶⁷, solleva perplessità che si amplificano nell'UB. Tra gli aspetti più insidiosi oltre al *bail-in* rientra il test sul "pubblico interesse".

b. Nell'attuale temperie, incertezze, lacune sulle regole, complessità delle stesse costituiscono un pericoloso fattore di vulnerabilità. Le competizioni geopolitiche e geoeconomiche in atto stanno amplificando i rischi di *shock* multipli e su vari fronti, tanto che il termine abusato di "resilienza" diviene il fattore fondamentale per la stabilità economica e politica. Il mercato unico ha bisogno di infrastrutture adeguate, di ridefinire le catene globali del valore ed ha anche bisogno di un sistema finanziario forte. Sicuramente la revisione delle regole messa in piedi dopo la *GFC* ha migliorato la tenuta delle banche europee sul piano della patrimonializzazione e del controllo dei rischi, incrementando la gamma di strumenti a disposizione delle autorità e quindi la portata della supervisione. Ma risulta

⁶⁶ Proposta avanzata da S. ANTONIAZZI, *La tutela giurisdizionale, ecc.*, cit., p.104, il cui lavoro offre un ampio spaccato (e diffusi riferimenti bibliografici, ai quali si rinvia) delle criticità che il quadro normativo solleva (p. 55 ss.), creando "difficoltà nella tutela" e nel perseguimento dell'"obiettivo dell'effettività" (p. 102).

⁶⁷ Il primo caso è stato quello dello spagnolo *Banco Popular* nel giugno 2017 cui ha fatto seguito quello di un gruppo slavo: una visione d'insieme al link <https://www.srb.europa.eu/en/cases>.

evidente che o si resta nella condizione del *learning by doing* (funzionamento dell'UB con il supporto della giurisprudenza), oppure l'UE prova a riformare il quadro esistente, magari accelerando – nel breve fin dove possibile – il superamento della c.d. dottrina Meroni (*leitmotiv* scontato e ricorrente nei dibattiti e negli scritti)⁶⁸.

Appare necessaria una riflessione “olistica” – da molti sottolineata – sul quadro regolatorio, con la ri-apertura a livello europeo di un dibattito con tavoli di discussione e/o commissioni di esperti, con al centro un rinnovamento della tecnica regolatoria (superando possibilmente le “opzioni ideologiche” che non hanno dato buona prova di sé) ed obiettivi di semplificazione, chiarimenti, coerenza tra livello europeo e nazionale⁶⁹. Gli eventi che hanno scandito questi ultimi anni spingono infatti ad andare oltre i correttivi di rito e, sulla base di una visione d'assieme, a dare maggiore organicità e funzionalità al quadro normativo e istituzionale esistente: c'è bisogno di stabilità dello stesso e di una *governance* istituzionale snella ed efficace a livello europeo. Si tratterebbe, insomma, di far tesoro di riflessioni ed esperienze maturate sul campo.

c. Tornando all'UB e alle lezioni che la nostra storia insegna, sin dall'inizio ho ritenuto “innaturale” nell'architettura di vigilanza europea il frazionamento tra fase dell'accesso e dell'operatività nel mercato di una banca e quella dell'uscita dallo stesso, stadio questo tra i più delicati sul piano della salvaguardia della stabilità

⁶⁸ Fra i molti, si v. F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, in *EBI Working Paper Series*, 19.11.2021 (al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3966980). La grande “sfida” per il “regolatore di oggi” è anche quella del “cambio di tecnica regolatoria” con l'adozione di un approccio “più basilico” rispetto a quello attuale fatto di “norme iperdettagliate”: cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'ordinamento bancario alla ricerca di un assetto stabile: obiettivo raggiungibile o fantastica chimera?*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L'ordinamento bancario, ecc.*, cit., p. 21 ss., in part. p. 25.

⁶⁹ Aspetti emersi a chiare lettere in un convegno senese del maggio 2023: in particolare si v. E. TORNESE, *La Regolamentazione bancaria europea: dalla crisi finanziaria alle nuove sfide*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa, ecc.*, cit., p. 223 ss. in part. p. 228: la riflessione olistica dovrebbe abbracciare anche Unione Bancaria e Unione dei mercati dei capitali; M. ANGIULLI, *Nuovi equilibri tra regole, efficace vigilanza e sanzioni*, *ivi*, p. 272 s., in part. p. 287; O. CAPOLINO, *Trent'anni dopo, ecc.*, cit., in part. p. 272 s.

sistemica. Come accennato, il quadro normativo attuale, poggiante su reticoli di discipline e di regole tecniche, risolve un dissesto attraverso un'interazione "convulsa" tra BCE, SRB, Commissione europea, Consiglio e competenti autorità nazionali (c.d. ANC). Ferma restando la necessità di porre un solido argine all'azzardo morale delle banche e del mercato, e riprendendo quanto già scritto⁷⁰, tornerei a sottolineare come indispensabile una semplificazione del quadro normativo che passi attraverso una riunificazione della vigilanza *on-going concern* (BCE) con quella *gone-concern* (SRB). Si tratterebbe, nell'ipotesi di un dissesto bancario – possibile o conclamato –, di rendere maggiormente virtuoso il circuito che coinvolge discrezionalità tecnica e quella politica.

È scontato chiedersi, considerato anche lo stretto legame tra BCE e Comitato europeo per il rischio sistemico (condividono il presidente e lo stesso è insediato presso la BCE), chi possa valutare meglio della BCE, in diretta connessione con le autorità nazionali di vigilanza, impatto sulla stabilità complessiva e possibili sviluppi di una crisi bancaria. Alla luce anche della possibile "discordia", e relativi conflitti di interesse, paventata dall'accennata decisione della Corte di Giustizia nel caso ABLV (*supra*, par. 3.1, *sub* III) ritengo potenzialmente pericoloso che nello stato attuale la decisione rientri nella disponibilità di un "meccanismo" che rende "macchinosi" i procedimenti e amplifica i problemi, anche sul piano delle tutele. I giudici europei sono altresì intervenuti sul profilo del FOLTF nel caso della PNB Banka e, oltre a ribadire il principio che il SRB possa basarsi solo sulla valutazione della BCE, hanno aggiunto – sul piano del contraddittorio e rispetto all'adozione del programma di risoluzione – che non esiste per la banca interessata un diritto (ai sensi dell'art. 41 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE) ad essere ascoltata in ciascuna fase della procedura sia dalla BCE che dal SRB separatamente, essendo sufficiente che ciò sia

⁷⁰ A. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *ecc.*, cit., in part. p. 158.

avvenuto prima della dichiarazione del suo stato di dissesto o di probabilità di esserlo da parte della BCE⁷¹, nella sostanza ribadendo quel ruolo di primo piano che la BCE già riveste.

L'ideazione dell'Unione bancaria, come si è visto in modo affrettato e in un ambiente a dir poco burrascoso, andrebbe ripensata con un ridimensionamento dei poteri del MRU e relativo accorpamento con il MVU, abbreviando così la catena decisionale, nel momento in cui non esistono più i margini di sopravvivenza per una banca, e limitando in tal modo anche il contenzioso. Del resto, la BCE esercita ormai sia estesi poteri di "vigilanza prudenziale", dal Trattato di Maastricht del 1992 la vigilanza ha infatti registrato – sulla spinta del diritto europeo – profili evolutivi che hanno travalicato la correlazione ai "rischi" e abbracciato ambiti del tutto nuovi connessi all'evoluzione dell'attività delle banche e del contesto in cui operano⁷², sia la facoltà di riscontrare l'assenza dei presupposti su cui si basa la concessione dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria. Complementarità, interdipendenza e interconnessione sono elementi valoriali propri della vigilanza e della risoluzione⁷³, tanto che la BCE assume già funzioni rilevanti nell'ambito del MRU, ad esempio il SRB, previa consultazione della BCE: elabora ed aggiorna i piani di risoluzione (art. 8), valuta la possibilità di risoluzione e di impedimento alla stessa, vieta talune distribuzioni (art 10), determina i requisiti minimi di fondi propri e passività ammissibili, con i relativi criteri (artt. 12, 12-*quinquies* e 12-*octies*), fissa i contributi *ex ante* (art. 70). Il reg. MRU stabilisce altresì che per l'assolvimento dei propri compiti il SRB si avvalga "appieno di tutte le informazioni" a disposizione della BCE (art. 34, par. 1); quest'ultima a sua volta, tramite un proprio rappresentante,

⁷¹ Si v. General Court, Seventh Chamber, case T-732/19, PNB Banka AS /SRB, 15 November 2023, cfr. i punti 143 ss. (reperibile su *curia.europa.eu*).

⁷² Sia permesso il rinvio ad A. BROZZETTI, *L'evoluzione della vigilanza: dalla vigilanza prudenziale al REGTECH*, relazione al Convegno *Attività delle banche e nuovi modelli di business*, svoltosi a Venezia il 17 maggio 2023, in corso di pubblicazione negli Atti.

⁷³ Cfr. il considerando 11 del reg. UE n. 806/2013 istitutivo del MRU.

partecipa al SRB e dispone del diritto di accesso a tutti i documenti (art. 43).

In buona sostanza il MRU per poter funzionare ha un bisogno vitale dei canali di comunicazione con la BCE, in tal modo amplificando però la complessità di funzionamento dei due “meccanismi” su cui al momento si regge l’Unione bancaria. Alla luce di quanto sin qui detto, e dell’indubbia valenza attribuita alla valutazione FOLTF da parte della BCE, ritengo che il passo da fare sia quello di unire l’*auctoritas* con la *potestas*. In capo alla BCE – che opera anche in stretto contatto con le ANC – dovrebbe passare quantomeno lo stadio iniziale di gestione delle crisi irreversibili, sulla base di una procedura dotata di margini di flessibilità e applicabile in modo proporzionale a tutte le banche, mantenendo il coordinamento con la Commissione europea e il Consiglio⁷⁴.

Se l’esperienza dimostra che il sistema di garanzia dei depositi funziona ma solo se non si arriva al rimborso dei depositanti (nei 17 interventi, fatti dal 1988, il FITD ha proceduto al rimborso solo nei casi della Banca di Tricesimo, nel 1990, e della Banca Network Investimenti nel 2012)⁷⁵ e che la rete di protezione predisposta dal sistema bancario può esplicare al meglio la sua valenza se attivata con scopo preventivo, in una logica di “early intervention”, la BCE dovrebbe anche essere messa nella condizione di poter agire prima dell’insorgere dei problemi.

In definitiva, il completamento dell’UB con la realizzazione di un sistema europeo di garanzia dei depositi dovrebbe poggiare su una nuova e “compiuta visione strategica”⁷⁶ che guardi anche verso uno snellimento della costruzione ideata nel

⁷⁴ Si v. l’interessante lavoro di G. MAJNONI D’INTIGNANO, A. DAL SANTO e M. MALTESE, *La gestione delle crisi bancarie da parte della FDIC: esperienza e lezioni per la Banking Union*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 22, agosto 2020.

⁷⁵ Per ulteriori informazioni si v. la tabella del FITD reperibile al link https://www.fitd.it/Cosa_facciamo/Download/114.

⁷⁶ L’espressione è di Antonella ANTONUCCI che chiama in causa sia la “politica”, che “si attiva per interventi contingenti di varia e talora discutibile ispirazione”, sia la “tecnica”, colpevole di restare “chiusa nell’autoreferenzialità di un pensiero dato”: si v. *Proposte conclusive*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L’ordinamento bancario, ecc.*, cit., p. 107 ss., in part. p. 109.

2012 (da rimodulare ad “arco”: 2 invece di tre pilastri), superando le barriere ideologiche con un radar più pragmatico che valorizzi l’esperienza maturata e le prassi nazionali che hanno dato buona prova di sé. Non dimenticando altresì di garantire presidi idonei a conciliare, in modo adeguato alla natura “speciale” delle banche, indipendenza, *accountability* e tutela della stabilità sistemica nel mercato unico.

Antonella Brozzetti

*Ordinario di Diritto dell’economia
nell’Università di Siena*

CORRETTEZZA NEI, E TRASPARENZA DEI RAPPORTI DI INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA: UNA RELAZIONE DIALOGICA *

(Fairness and transparency of credit intermediation relationships: a dialogic relationship)

ABSTRACT: *Il contributo delinea l'evoluzione della disciplina dei rapporti di intermediazione creditizia con particolare riguardo alla considerazione che il canone di correttezza riceve in seno alla normativa di settore e alla relazione in cui esso si pone con la finalità di trasparenza dei menzionati rapporti.*

The paper outlines the evolution of the discipline of credit intermediation relationships with particular regard to the correctness and the relationship in which it arises with the aim of transparency of the relationships mentioned above.

SOMMARIO: 1. Dal codice civile al testo unico bancario. - 2. Correttezza e buona fede. - 3. Correttezza e trasparenza. - 4. Correttezza e disciplina di settore dopo il t.u.b. - 5. Istruzioni di (trasparenza e) correttezza. - 6. Clausola codicistica di correttezza e t.u.b. - 7. Complementarità

1. Fino al momento in cui il testo unico bancario (d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, in breve "t.u.b.") apparve, la fonte eminente della disciplina delle relazioni negoziali tra gli intermediari (poi) riguardati dal t.u.b. e i loro clienti era costituita dal codice civile, a cui s'era da poco aggiunta la c.d. legge sulla trasparenza bancaria (l. 17 febbraio 1992, n. 154)¹, poi trasfusa nel t.u.b. che in larga parte l'abrogò eccezion fatta per l'art. 10 modificativo di quel codice e, segnatamente, degli artt. 1938 (relativo alla fideiussione per obbligazioni future o condizionali) e 1956 (concernente

* Contributo approvato dai revisori.

¹ In tema, la ricerca può muovere da Maisano [A.], *Trasparenza e riequilibrio delle operazioni bancarie: la difficile transizione dal diritto della banca al diritto bancario*, Milano, 1993, e Alpa [G.], *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003.

la liberazione del fideiussore per obbligazione futura) c.c.

La legge sulla trasparenza bancaria neppure menzionava la correttezza. Così come, del resto, alcun riferimento a quest'ultima era contenuto nella coeva disciplina del credito al consumo (artt. 18 ss., l. 19 febbraio 1992, n. 142).

Il codice civile, per parte sua, all'epoca operava pochi riferimenti alla correttezza, evocandola con significati disomogenei.

Nell'art. 2423, co. 2, 3 e 4, c.c., relativo al bilancio della società per azioni, essa era – ed è rimasta anche dopo le sostituzioni disposte dall'art. 1, d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – una qualità della rappresentazione (“veritiera e corretta”) da quest'ultimo offerta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio sociale. In un tale contesto la correttezza, in ragione dell'oggetto a cui risulta predicata, assume il significato di oggettiva assenza di difetti (inclusi gli errori) nell'applicazione delle norme giuridiche e dei criteri tecnici di valutazione (principi contabili) che presiedono alla compilazione del bilancio affinché rifletta fedelmente le condizioni patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa².

La correttezza veniva (ed è) poi menzionata, questa volta testualmente, dagli artt. 1175 e 2598, co. 1, n. 3, c.c. Per il primo “debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza”. Per l'altro “compie atti di concorrenza sleale chiunque ... 3) si vale direttamente o indirettamente di ogni altro mezzo” (diverso, cioè, dalle tecniche tipizzate dalla disposizione con gli enunciati in essa contraddistinti dal n. 1 e dal n. 2) “non conforme ai principi della correttezza professionale e idoneo a danneggiare l'altrui azienda”. In entrambe le disposizioni³ da ultimo citate la clausola generale in discorso ricorre per indirizzare il comportamento, essendovi impiegata per dare contenuto a regole di condotta. Per ciò in esse assume,

² Per ciò non pare che l'art. 2423 c.c. potesse (e possa) offrire indicazioni utili a chiarire l'accezione in cui alla correttezza si riferisce l'art. 1175 c.c. (ma cfr. Libertini [M.], *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr. e impr.*, 2009, 73 ss.

³ Affianca le due disposizioni, a es., Piraino [F.], *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, 23.

tra i significati che si ricavano dai dizionari, quello proprio che le spetta quando sia direttiva che mira a conformare il contegno e la sua valutazione, ossia di canone prescrittivo dell'onestà e della civile convenienza nei rapporti interpersonali, allusivo cioè a un modo di agire irreprensibile secondo principi morali⁴.

L'evocazione legislativa della correttezza negli art. 1175 e 2598 c.c. opera, dunque, un rimando alla dimensione della morale⁵, dei precetti in cui essa consiste: da lì si attinge la clausola generale in considerazione, attraverso la cui utilizzazione in regole giuridiche il diritto si rende permeabile a modelli forniti da un diverso ordinamento normativo, dando accesso a un criterio di configurazione e di giudizio⁶ che non è genericamente assiologico, ma espressione etica e dell'etica. Il che pare coerente con la diversa intensione con cui la correttezza è richiamata nelle due citate disposizioni. Mentre nell'art. 1175 c.c. lo è puramente e semplicemente, senza cioè alcuna connotazione, l'art. 2598 c.c. si riferisce più specificamente alla correttezza professionale⁷. Il che sembra coerente con le variabili declinazioni (o relativismo) della nozione in esame sul terreno della speculazione etica, siccome all'onestà e alla rettitudine apprezzate in base a principi morali universali, ossia (non tanto assoluti quanto) accreditati d'una vocazione (o aspirazione) a farsi parametri direttivi e criterio o misura di ponderazione suscettibili di comune condivisione e, quindi, di

⁴ Se, invece, s'intende la (regola di) correttezza come (prescrizione di) conformità (e, dunque, come rinvio) "alle regole della convivenza sociale" (così Carusi [F.], *Correttezza (obblighi di)*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962, 709 ss. e, ivi, 709) gli si assegna un significato vago.

⁵ Cfr. Natoli [U.], *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, in *Tratt. dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, XVI, 1, Milano, 1974, 36 s.; Rodotà [S.], *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, 130 s., e Di Majo [A.], *Delle obbligazioni in generale*, nel *Comm. del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, *Libro quarto: Obbligazioni art. 1173-1176*, Bologna-Roma, 1988, 288 s.

⁶ Cfr. Natoli [U.], *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, cit., 26 s.; Bigliuzzi Geri [L.], *Buona fede nel diritto civile*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. civ.*, II, Torino, 1988, 154 ss. e, ivi, 171 s.; Mengoni [L.], *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1986, 5 ss. e, ivi, 13 ss.; D'Amico [G.], *Applicazione diretta dei principi costituzionali e integrazione del contratto*, in *Giust. civ.*, 2015, 247 ss. e, ivi, 262 ss.).

⁷ Cfr. Guizzi [G.], *Il mercato concorrenziale: problemi e conflitti. Saggi di diritto antitrust*, Milano, 2010, 299 ss. e, ivi, 319, e Libertini [M.], *I principi della correttezza professionale nella disciplina della concorrenza sleale*, in *Eur. dir. priv.*, 1999, 509 ss.

uniforme irradiazione, si affiancano quelle vagliate in rapporto alla condizione della persona, inclusa la professione ch'essa eserciti⁸, o all'ambiente in cui viva. Sicché l'ascrizione delle metriche in considerazione all'area dei criteri oggettivi di valutazione deve associarsi, per non indulgere in finzioni, alla consapevolezza e all'avvertenza della relatività (dei contenuti) dei termini di paragone, per la loro dipendenza da un sistema di riferimento e, allo stesso tempo, pure da un ordine soggettivo, limitato e condizionante, che implicano subiettiva discrezionalità di apprezzamento⁹.

2. All'epoca in cui il t.u.b. comparve, i riferimenti alla correttezza contenuti nel codice civile nell'ambito della disciplina da esso provvista dei rapporti giuridici e, specialmente, delle relazioni negoziali si potevano peraltro ritenere più estesi, al di là del mero dato testuale. Ciò in dipendenza dell'idea che l'interprete avesse (e abbia) della buona fede oggettiva, citata in una manciata di disposizioni (artt. 1337, 1375, 1366, 1358, 1460 c.c.) in aggiunta alle decine d'altre che menzionavano la buona fede soggettiva.

All'interno del medesimo *corpus* normativo costituito dal codice civile, le espressioni correttezza e buona fede (oggettiva¹⁰) sono state distintamente usate, continuando a esserlo dopo che cadde l'originario collegamento all'ordinamento corporativo¹¹ che concorse all'iniziale riluttanza ad applicare i canoni su di esse ricalcati¹² sottovalutandoli¹³. Tuttavia, non sono state (né sono) utilizzate

⁸ V., a es., Canaris [C.-W.], *Schutzgesetze - Verkehrspflichten – Schutzpflichten*, in Canaris [C.-W.] e Diederichsen [U.] (Hrsg.), *Festschrift für Karl Larenz zum 80 Geburtstag am 23 April 1983*, Munich, 1983, 27 ss., e Hopt [K.J.], *Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich: — Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung*, in *AcP*, 1983, 608 ss.

⁹ V. già Di Majo [A.], *Delle obbligazioni in generale*, cit., 289.

¹⁰ A quella oggettiva ci si riferirà nel seguito ove la buona fede sia menzionata senz'altra precisazione.

¹¹ V. Alpa [G.], *Prefazione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2023, suppl. al fasc. n. 1, 2 ss. e, ivi, 6.

¹² Cfr. Pugliatti [S.], *L'ordinamento corporativo e il codice civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, I, 358 ss. e, ivi, spec. 374; Ferri [G. Sr.], *Diritto agli utili e diritto al dividendo*, ivi, 1963, I, 405 ss. e, ivi, 412; Greco [P.], *Ancora sulla concorrenza sleale per violazione delle esclusive di vendita*, ivi, 1955, II, 447

congiuntamente in alcun enunciato, non formando oggetto di abbinamenti ulteriormente indicativi, almeno dal punto di vista formale, d'un diverso denotato delle due clausole generali.

Via via accantonati gli indirizzi interpretativi più analitici in seno ai quali si è proposto di assegnare a correttezza e buona fede ambiti di applicazione diversi tra loro alternativi¹⁴, si è così avanzato ch'esse abbiano significati coincidenti esprimendo, "con terminologia diversa, un medesimo concetto"¹⁵: di modo che, negando peso al dato letterale, la locuzione "buona fede" si risolve nel diverso (più specifico) nome che la correttezza (prescritta in relazione a qualsiasi rapporto obbligatorio) assume nell'area dei rapporti di fonte contrattuale¹⁶. Oppure si è profilato un contenuto più articolato della buona fede, ritenendo ch'essa non si esaurisca nella correttezza, ma includa la correttezza e la lealtà¹⁷, avanzando un'opzione interpretativa che evita di privare del tutto di rilevanza le scelte lessicali del legislatore¹⁸; che nel rapporto in cui nel codice civile la correttezza è posta con la (s)lealtà può trovare una sponda¹⁹ (o forse la poteva trovare²⁰); e che evita, nel

ss., spec. 461 s.; Rodotà [S.], *Le fonti di integrazione del contratto*, cit., 126, 127 ss.; Id., *Il principio di correttezza e la vigenza dell'art. 1175 c.c.*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1965, I, 149 ss.; Id., *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964, 1 s., 128.

¹³ Critico dell'iniziale ricordata idea spec., Mengoni [L.], *Le obbligazioni*, in Aa.Vv., *I cinquant'anni del codice civile*, I, Milano, 1993, 239 ss. e, ivi, 244 s.

¹⁴ Cfr. Barassi [L.], *Teoria generale delle obbligazioni*, III, Milano, 1948, 2 ss.; Betti [E.], *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, 68 ss.; Nicolò [R.], *Adempimento*, in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958, 554 ss. e, ivi, 558; Falzea [A.], *L'offerta reale e la liberazione coattiva del debitore*, Milano, 1947, 57; Giorgianni [M.], *L'obbligazione (Parte generale)*, I, Milano, 1951, 148; Rescigno [P.], *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 205 ss. e, ivi, 260.

¹⁵ V. Bigliazzi Geri [L.], *Buona fede nel diritto civile*, cit., § 15.

¹⁶ Per l'identità concettuale, per tutti v. Natoli [U.], *Note preliminari ad una teoria dell'abuso del diritto nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958, 26 ss.

¹⁷ V. Galgano [F.], *Il dovere di buona fede e l'abuso del diritto*, in Id., *Trattato di diritto civile*, II, 3^a ed., Assago, 2015, cap. XV; Alpa [G.], *La creatività all'opera. La giurisprudenza e le fonti del diritto*, in *Diritto giurisprudenziale*, a cura di M. Bessone, Torino, 1996, 105 ss.; e Id., *Appunti sul progetto di codice deontologico degli avvocati italiani*, in *Giur. it.*, 1996, IV, 393 ss.; e Id., *Decreto eurosim: la tutela dei consumatori*, in *Società*, 1996, 1062 ss..

¹⁸ Sul piano linguistico, la distinzione tra le espressioni buona fede e correttezza trova corrispondenza in quella tra *good faith* e *fair dealing* per Alpa [G.], *I principi generali*, 2^a ed., Milano, 2006, 188.

¹⁹ Dall'art. 2598, co. 1, n. 3, c.c., in cui la correttezza è richiamata unicamente a mo' di limite della libertà di iniziativa economica (v. Ghidini [G.], *Della concorrenza sleale (Artt. 2598-2601)*, ne *Il*

contempo, di accreditare una radicale autonomia concettuale tra le due clausole generali.

Nell'uno e nell'altro caso, quando il t.u.b. vide la luce, la prescrizione di diritto comune della correttezza nelle relazioni contrattuali si doveva intendere più diffusa rispetto all'isolata testuale sua citazione contenuta nell'art. 1175 c.c. Allora come ora parrebbe, attesa l'irrilevanza della successiva moltiplicazione dei rimandi alla correttezza innestati nel tessuto del codice civile dalle novelle che si sono susseguite, perché essi risultano frammenti di enunciati che non appaiono pertinenti alla disciplina dei rapporti negoziali; e, inoltre, nelle quali la correttezza è evocata con significati che non collimano con quello accennato che essa assume all'interno dell'art. 1175 c.c. (cfr. i vigenti artt. 2391-*bis*, 2403, 2409-*octiesdecies*, 2423, 2447-*decies*, 2497 c.c.)²¹. E attesa, più in generale, non solo la distinzione che emerge sul piano formale tra la dimensione occupata dalla buona fede e il dominio dell'equità²², ma l'improprietà per ragioni d'ordine logico e, dunque, l'impossibilità di fondare su frammenti del discorso legislativo, vieppiù se siano collocati in luoghi diversi (quali sono le leggi speciali rispetto al c.c.), la riesumazione del ricordato orientamento ricostruttivo variamente incline ad accreditare la netta autonomia concettuale delle

Codice Civile. Commentario, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1991, 36, e Id., *Concorrenza sleale*, in *Enc. dir. Agg.*, III, Milano, 1999, 377 ss.), sembra emergere che, al di là di concessioni a usi sinonimici giustificate dalla contiguità dei campi semantici delle nozioni di correttezza e lealtà e dalla difficoltà di tracciare capillari e sicuri confini, le due clausole generali non abbiano significato del tutto identico.

²⁰ A seguito della novella recata dal d.lgs. 15 febbraio 1999, n. 65. Sulla riduzione dell'"endiadi" in discorso ("lealtà e buona fede") "alla regola della correttezza o della buona fede", v. peraltro l'asserzione di Papanti-Pelletier [P.], *L'intermediazione*, ne *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, a cura di P. Sirena, Milano, 2006, 267 ss. e, ivi, 270.

²¹ Rispetto ai significati che i dizionari assegnano al significante "correttezza", le disposizioni di cui al testo sembrano evocarla nell'accezione in cui allude all'esattezza, alla mancanza di errori, all'accuratezza, alla conformità a specifici precetti e alla sostanza dovuta in relazione a essi. Più discussa è la portata degli art. 2403 e 2391-*bis* c.c. (cfr. fin d'ora Irrera [M.], *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 60 ss., e Id., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 358 ss.).

²² *Contra* parrebbe Libertini [M.], *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr. e impr.*, 2009, 73 ss. e, ivi, 95.

due clausole di correttezza e buona fede in seno alla disciplina codicistica delle obbligazioni e del contratto.

Conviene invero dubitare che una siffatta datata opzione interpretativa possa trovare nuova linfa in – e, quindi, riproporsi sulla scorta di – disposizioni di diritto dell’impresa, specie se di legge speciale, relativamente recenti che hanno introdotto ulteriori riferimenti normativi alla correttezza²³. Gli è infatti che un conto è registrare, all’interno delle fonti e persino nello stesso *corpus* normativo sì come si è già annotato in relazione al c.c., il ben possibile uso d’un termine e di suoi derivati in accezioni disomogenee; e altro conto è farne prevalere una per proporla a mo’ di significato uniforme estendibile ad ambiti del discorso legislativo il cui oggetto sia diverso da quello dei segmenti di quest’ultimo da cui sia attinta. Sicché, se si può ammettere che (vi siano contesti in cui) la nozione di correttezza ricorre nei testi normativi e, in particolare, nel diritto dell’impresa nell’accezione in cui allude all’esattezza, alla sostanza dovuta rispetto a modelli (o standard) che non trovano la propria matrice nella morale, ciò nondimeno un tale significato non si sostituisce al senso proprio delle clausole generali di correttezza e buona fede riflesso dalle disposizioni codicistiche sulle obbligazioni e sul contratto, ossia riguardanti un diverso campo inclusivo delle relazioni negoziali. Tanto più che neppure si dubita che delle due clausole si faccia applicazione nel detto senso a vicende che attengono al diritto societario²⁴.

3. Quando il t.u.b. si mostrò, la prescrizione della correttezza nelle relazioni negoziali tra gli intermediari da esso riguardati e i loro clienti lo frequentava assai

²³ La tesi dell’autonomia concettuale delle clausole di correttezza e buona fede sembra riproposta da Libertini [M.], *op. ult. cit.*, 95 s. (in linea di continuità con Id., *I principi della correttezza professionale nella disciplina della concorrenza sleale*, cit., 533 ss.). V. pure, per posizioni che parrebbero affini, Scali [M.], *Commento sub art. 18, co. 1, lettera h*), ne *Le modifiche al codice del consumo*, a cura di E. Minervini e L. Rossi Carleo, Torino, 2009, 76 ss. e, ivi, 79, e Rabitti [M.], *Commento sub art. 20, ivi*, 143 ss., spec. 149), ma anche negli artt. 2423 e 2497 c.c.

²⁴ V., a es., Rovelli [L.], *Variazioni sul tema dell’abuso del diritto e del principio di correttezza nel diritto societario*, in *Accademia*, 2023, 557 ss.

meno di quanto comparisse nella previgente disciplina di quelle: anzi, neppure compariva in esso. Se, anche a tener conto delle prescrizioni della buona fede oggettiva del codice civile, la previgente disciplina delle menzionate relazioni negoziali conteneva pochi accenni alla correttezza, nella versione originaria del t.u.b. vi era un'unica disposizione (art. 158) che la citava, ma ad altro proposito, e d'altro canto non ve n'era alcuna che si rifacesse alla buona fede. In quella versione, semmai, con riguardo alla disciplina in discorso, vi era un triplice riferimento alla trasparenza.

Tuttavia, per un verso, in un caso quest'ultima era citata nell'intestazione d'uno dei titoli in cui era suddiviso il t.u.b. – segnatamente del titolo VI, per l'appunto dedicato alla “[t]rasparenza delle condizioni contrattuali” –, dunque in una *sedes* che si riporta alle rubriche che si tende a ritenere che non vincolino l'interprete, perché prive di funzione prescrittiva²⁵. Per altro verso, gli altri due rimandi alla trasparenza si esaurivano nell'ambito della disposizione sulla pubblicità o, meglio, pubblicizzazione delle “condizion[i] economic[he] relative alle operazioni e ai servizi offerti” (art. 116 t.u.b.). In particolare, non erano neppure richiami alla trasparenza compiuti all'interno di regole di ampia portata di fonte primaria *ex se*, ossia immediatamente normative per gli intermediari creditizi, ma attributive di limitati poteri regolamentari al Ministro del tesoro, chiamato – sentita la Banca d'Italia – a stabilire con riguardo ai soli titoli di Stato, tra l'altro, “criteri e parametri volti a garantire la trasparente determinazione dei rendimenti” e gli ulteriori obblighi di pubblicità, trasparenza e propaganda, da osservare nell'attività di collocamento” (art. 116, co. 2, lett. b, nonché lett. c, t.u.b.).

Per altro verso ancora, il precetto di trasparenza non si riporta pianamente a quello di correttezza (e, tanto meno, il secondo al primo), perché tra l'una e l'altra non v'è sicura correlazione. La trasparenza si contrappone all'opacità: attiene alla forma, al modo di rappresentare il rapporto, suoi profili e, innanzi tutto, il

²⁵ Tra gli altri, v. Porzio [M.], *La rubrica dell'art. 2247 del codice civile*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 1000 ss.

regolamento contrattuale; e reclama chiarezza, completezza, comprensibilità o intelligibilità. La clausola generale di correttezza, invece, attiene al merito della relazione negoziale, al suo contenuto, ossia alla sostanza dei comportamenti, sebbene non sia da escludere – *est modus in rebus* – che le modalità della rappresentazione possano talvolta integrare il presupposto d’una condotta difforme (anche) dal canone della correttezza, come nel caso di voluta incomprendibilità o equivocità o inesattezza della figurazione. La diversa dimensione occupata dalla correttezza rispetto alla trasparenza, del resto, sembra confermata dalla successiva evoluzione del t.u.b., all’interno della cui trama normativa sono comparse disposizioni in cui le due clausole generali sono impiegate congiuntamente, cioè prescritte entrambe l’una in aggiunta all’altra²⁶. Risultando associate dal legislatore in un binomio di cui sono componenti che si sommano, esse appaiono poste in una relazione di reciproca alterità, sebbene possano occasionalmente esservi aree di sovrapposizione.

Una dimensione, d’altro canto, tanto più differente ove ci si ponga in una prospettiva funzionale di osservazione, dalla quale si può scorgere e assegnare alla trasparenza una più marcata finalità di promozione dell’efficienza del mercato, senza per ciò negarle l’ulteriore attitudine a, dunque la finalità di tutelare l’interesse negoziale del cliente degli intermediari creditizi²⁷. Una duplice anima che, volendo, si può riconoscere anche alla correttezza, ma con inverso grado di priorità dei fini:

²⁶ All’interno del titolo VI del t.u.b. v. spec. l’art. 127, co. 01 (cfr. Troiano [V.], *Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in ambito bancario e finanziario e funzioni di vigilanza*, in *Abf e supervisione bancaria*, a cura di F. Capriglione e M. Pellegrini, Padova, 2011, 62 ss. e, ivi, 64; e Capobianco [E.], *La risoluzione stragiudiziale delle controversie tra mediazione e procedura dinanzi all’Arbitro Bancario Finanziario*, in *Obbl. e contr.*, 2012, 571 ss. e, ivi, 575) e l’art. 120-*septies*, co. 1, lett. a (cfr. Russo [T.V.], *Credito immobiliare ai consumatori*, in *Contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2021, 1899 ss. e, ivi, 1909). Ma v. pure gli artt. 128-*decies*, 120-*quinqüesdecies* e, sebbene di minor rilievo, 120-*octies*.

²⁷ Originariamente, del resto, sembrano essersi isolate e confrontate due nozioni di trasparenza: v. Alpa [G.], *Note minime sulla trasparenza dei contratti bancari*, ne *La nuova legge bancaria*, a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, III, Milano, 1996, 1783 ss., e Id., *Quando il segno diventa comando: la “trasparenza” dei contratti bancari, assicurativi e dell’intermediazione finanziaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2003, 465 ss.

eminentemente rivolta alla tutela d'interessi particolari all'interno di rapporti obbligatori, la correttezza può pure assolvere una funzione moralizzatrice (o di preservazione della moralità) del mercato che giova al suo retto funzionamento.

Tutto ciò non comporta indistinzione tra trasparenza e correttezza, una loro confusione nell'area dei rapporti negoziali, bensì che di ognuna si possano individuare soltanto la dimensione e la funzione eminenti che la caratterizzano. Implica, cioè, solo l'impossibilità – anche in questo caso – di tracciare confini capillari entro cui costringere precisamente la trasparenza, da un lato, e, dall'altro, la (clausola generale di) correttezza: sia quanto alla dimensione (o all'oggetto) di ciascuna, poiché possono darsi occasionali sovrapposizioni; sia quanto alla rispettiva mansione, siccome alla realizzazione dello scopo proprio direttamente conseguito dall'una si possono accompagnare effetti ulteriori attuativi del fine peculiare all'altra. Il che trova una ragione anche nel nesso di strumentalità che si può istituire tra le finalità in considerazione, atteso che la previsione di dispositivi di tutela diretta e indiretta dell'interesse negoziale nei rapporti contrattuali preserva o promuove – al pari dell'approntamento di presidi preordinati ad assistere la trasparenza – la fiducia e, con essa, il corretto funzionamento del mercato dei capitali, *massime* la sua stabilità. Un nesso la cui oblianza può inclinare a scelte partigiane, ideologiche opposte²⁸.

4. In un contesto in cui la disciplina delle relazioni negoziali originariamente espressa dal t.u.b. non era di stampo comunitario, eccezion fatta per le regole afferenti al credito al consumo (artt. 121 ss. t.u.b.), alle disposizioni di più ampia portata che la componevano e, dunque, all'obiettivo della “[t]rasparenza delle condizioni contrattuali” a cui era consacrata dall'intitolazione sotto la quale era posta si poteva riconoscere una finalità di tutela dell'interesse negoziale del cliente degli intermediari creditizi. Ciò alla luce delle vicende che condussero alla legge sulla

²⁸ È il caso di Corte Giust. UE, 11 settembre 2019, causa n. 383/18, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, II, 1 ss. e di Corte Giust. UE, 9 febbraio 2023, causa n. 555/2021, in *Foro it.*, 2023, IV, 109 ss.

trasparenza bancaria e con il conforto della coeva direttiva del Consiglio, 5 aprile 1993, n. 93/13/CEE, di cui più agevolmente si poteva registrare una prevalente funzione di tutela del cliente consumatore (cfr. i considerando nn. 6, 8, 23); e in cui notevole peso era assegnato alla chiarezza e alla comprensibilità (art. 5, anche in relazione all'art. 4, co. 2) e, dunque, alla trasparenza del regolamento contrattuale²⁹. Ciò, cioè, nonostante la normativa riguardante il credito al consumo non solo non fosse di armonizzazione massima, ma – per la matrice comunitaria su cui era modellata e nella prospettiva dell'armonizzazione degli ordinamenti nazionali degli Stati membri della Cee – avesse una prevalente finalità mercatista e la tutela (anche) del consumatore fosse realizzata in via indiretta, di riflesso. Con il che già emergeva l'accennata doppia anima della disciplina di trasparenza.

In quel contesto, alle disposizioni del t.u.b. orientate a promuovere la trasparenza delle “condizioni contrattuali” e alla clausola di correttezza si poteva riconoscere una comune finalità di tutela dell'interesse negoziale, segnatamente del cliente dell'intermediario creditizio. Ma la correttezza non era punto prescritta, neppure attraverso il richiamo della buona fede, dalle disposizioni del t.u.b. riguardanti le relazioni negoziali di cui dettava una regolamentazione speciale quando esso entrò in vigore.

Dopo l'emanazione, per circa un decennio, la disciplina delle relazioni negoziali tra gli intermediari riguardati dal t.u.b. e i loro clienti non ha conosciuto novità normative di rilievo. Anche le deleghe di poteri di vigilanza regolamentare, che pure il t.u.b. delle origini contemplava, non vennero esercitate. Fin dall'inizio, il t.u.b. aveva attribuito al Cicer il potere di dettare disposizioni in materia, via via, di pubblicità delle operazioni e dei servizi normati dalla fonte primaria (art. 116, co. 3, t.u.b.); la forma dei contratti da essa riguardati (art. 117, co. 2, t.u.b.); i modi e i termini delle

²⁹ Per quanto si possa revocare in dubbio che la trasposizione della direttiva n. 93/13/CEE nel diritto interno abbia “adeguato” il “diritto comune” (in tal senso v. Caratozzolo [R.], *La responsabilità delle banche per violazione degli obblighi contrattuali*, Milano, 2007, 20 s.).

comunicazioni al cliente delle modifiche unilaterali delle condizioni contrattuali divisati dall'intermediario creditizio (art. 118, co. 1, t.u.b.); il contenuto e le modalità delle comunicazioni periodiche alla di lui clientela (art. 119, co. 1, t.u.b.). Ma tali poteri non furono esercitati dal Cicer se non con la sua delibera del 4 marzo 2003, che intervenne in un momento in cui il t.u.b. non includeva alcun rimando alla correttezza, essendo frattanto venuto meno anche l'isolato richiamo a essa contenuto nell'art. 158 t.u.b. dianzi rammentato; e che, in conformità dell'intitolazione, non s'occupò di declinare il precetto consistente nella clausola generale di correttezza, bensì di dettare regole di "[d]isciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari"³⁰.

L'indicata delibera del Cicer sembrava volta a innalzare il livello di tutela dei clienti degli intermediari creditizi, ma nel contempo anche a favorire la comparabilità delle offerte e, in questo senso, a promuovere la concorrenza. E conteneva una delega di ampia portata di poteri di vigilanza regolamentare alla Banca d'Italia, attinenti a svariati aspetti delle relazioni negoziali di quegli intermediari con i loro clienti³¹. Una delega che s'aggiungeva alle numerose altre provviste direttamente dal t.u.b.³² e che tardò a trovare articolata attuazione.

5. La Banca d'Italia licenziò un primo articolato complesso di propri enunciati concernenti le relazioni negoziali tra gli intermediari riguardati dal t.u.b. e i loro clienti soltanto con un provvedimento del 29 luglio 2009, in cui s'insiste sulla trasparenza prima (se non piuttosto) che sulla correttezza. Si tratta di enunciati che compongono un discorso che non di rado sfugge alla logica deontica, essendovene non pochi di

³⁰ Per un quadro, v. Alpa [G.], *Note sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contratti*, 2003, 1045 ss.

³¹ Cfr. Liace [G.], *Le nuove istruzioni di vigilanza in tema di trasparenza*, in *Contr. e impr.*, 2003, I, 1530 ss.; Lupoi [A.], *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove Istruzioni di Banca d'Italia sulla trasparenza)*, *ivi*, 2009, 1244 ss.; e Farina [V.], *Brevi riflessioni sulla nuova disciplina della trasparenza bancaria*, *ivi*, 2004, II, 842 ss.

³² V., per un esempio, De Nova [G.], *Trasparenza e connotazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1994, 935 ss.

natura non solo (normativo-)interpretativa, ma puramente espositivi, che provvedono descrizioni illustrative più che a prescrivere. In ogni caso, stando alla pubblicazione ufficiale, l'aggregato discorsivo in considerazione è presentato in prima battuta con un'espressione che, nel frontespizio e nell'indice, li denomina "Disposizioni sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari", senza alcun accenno alla correttezza. È l'intitolazione sotto la quale è poi posta la lezione di Banca d'Italia che a quell'espressione, evidenziata in grassetto, aggiunge l'accenno alla "correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti", a comporre il più esteso titolo di "Disposizioni sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti".

Di là del dato formale, è poi il contenuto del discorso posto sotto tale intitolazione che rivela un sostanziale disinteresse per la declinazione, in grembo a esso, della clausola codicistica di correttezza. Vi sono declamazioni di principio che la evocano, ma di scarso rilievo normativo non foss'altro perché riecheggiano il codice civile. Così ove si esortano gli intermediari creditizi all'adozione di "standard di trasparenza e correttezza adeguati anche quando, in una o più fasi della commercializzazione, intervengono soggetti terzi estranei alla loro organizzazione". O là dove si sottolinea l'ovvietà consistente in ciò che "[i]l rispetto delle regole e dei principi di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela attenua i rischi legali e di reputazione e concorre alla sana e prudente gestione dell'intermediario". Oppure ove si avanza che "[l]a disciplina sulla trasparenza presuppone che le relazioni d'affari siano improntate a criteri di buona fede e correttezza", con ciò non solo trascurando che tra trasparenza e correttezza non v'è sicura correlazione, ma soprattutto sottintendendo che la buona fede sia radicalmente altro rispetto alla correttezza, in contrasto con le ricordate interpretazioni della civilistica che parrebbe che siano prevalse; lasciando incognito quale sia il tratto differenziale tra buona fede e correttezza; e, inoltre, tralasciando che la trasparenza è anche funzionale all'efficienza del mercato siccome contrasta fenomeni di selezione avversa e

asseconda la concorrenza.

O, ancora, là dove si affaccia che “[l]a disciplina sulla trasparenza ... si affianca alle disposizioni previste da altri comparti dell’ordinamento in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti nei confronti della clientela”. Il che, nei termini generali e generici in cui è affermato, o integra una banalità o, nella misura in cui trascura le (potenziali) antinomie normative e il criterio di specialità quale strumento di loro risoluzione, un errore. Inoltre, si risolve in un asserto che non si coordina pianamente con l’anzidetto assunto per cui la trasparenza presuppone il precetto di correttezza, siccome qui l’una s’aggiunge all’altra come se fossero astrette da un rapporto di alterità. E, infine, si accompagna a un *pot-pourri* di richiami generici di interi plessi normativi che neppure s’intende perché siano ritenuti e da ritenere, ciascuno nel suo insieme, espressione dei canoni di trasparenza o correttezza; e, dunque, perché si possa anche solo dubitativamente supporre che l’applicazione di ognuno di essi (anziché, casomai, di singole norme) sia del tutto esclusa dall’esistenza d’una normativa di settore in tesi orientata a finalità di trasparenza e correttezza.

Altrove e più spesso, la correttezza è evocata con un significato che sembra equivalere a quello di esattezza anziché a quello della clausola generale codicistica di correttezza: cosicché in questi casi si configura come un fattore che concorre alla trasparenza, che quindi si riporta direttamente alla disciplina di quest’ultima piuttosto che costituire declinazione della detta clausola. In altre parole, l’inesattezza della rappresentazione – come si è già accennato – è un’evenienza che mostra che possono esservi aree di sovrapposizione tra la prescrizione di trasparenza e la clausola di correttezza, siccome l’imprecisione dà luogo a opacità che nega la trasparenza e nel contempo integra repressibile incuria dell’altrui interesse. Tuttavia, innanzi tutto, a rigore l’inesattezza si pone in relazione alla clausola di correttezza se sia voluta o, almeno, connotata da consapevolezza, poiché qualora derivi da sciatteria sembra che si esaurisca nella negligente violazione dell’obbligo di trasparenza. In secondo luogo, qui non è il testo *lato sensu* legislativo che provvede a declinare la

correttezza tipizzandola nell'esattezza, ma è l'interprete che traduce nella seconda il riferimento letterale alla prima; ed è solo in via interpretativa che alla prescrizione della correttezza *sub specie* di esattezza si può assegnare rilievo sul piano non solo dell'obbligo di trasparenza al cui adempimento immediatamente concorre, ma pure della clausola di correttezza che può risultare anch'essa violata. In terzo luogo, quindi, emerge che nei casi in considerazione quel testo non convoca la correttezza con l'ampio significato di clausola generale di disciplina delle relazioni negoziali e dei rapporti obbligatori in genere che assume nel codice civile (testualmente o tramite il medio costituito dalla clausola di buona fede). Quel testo si serve dell'espressione, ma con un significato assai circoscritto, che tende a risolversi in quello di esattezza che è ben lungi dall'esaurire il catalogo di condotte atipiche dovute in conformità della detta clausola in relazione all'estesa portata prescrittiva ch'essa assume all'interno del codice civile.

Si allude ai casi in cui le "disposizioni" licenziate dalla Banca d'Italia con il provvedimento del 29 luglio 2009 prevedevano che "[i] documenti informativi ... sono redatti secondo criteri e presentati con modalità che garantiscano la correttezza, la completezza e la comprensibilità delle informazioni"; che "[l]e informazioni ... sono rese alla clientela in modo corretto, chiaro ed esauriente nonché adeguato"; che, in tema di informazione precontrattuale, "[p]rima della conclusione del contratto gli intermediari forniscono ... informazioni ... su ... dati o identificativo unico che il cliente deve fornire affinché l'ordine di pagamento sia eseguito correttamente"; analogamente, ma con riguardo a "[s]ingole operazioni di pagamento non rientranti in un contratto quadro", che "[p]rima della conclusione del contratto gli intermediari ... mettono a disposizione della clientela ... per ciascuna operazione di pagamento offerta ... i dati o l'identificativo unico che il cliente deve fornire affinché l'ordine di pagamento sia eseguito correttamente"; o si riferivano "[a]l responsabile per il corretto adempimento delle previsioni" afferenti alle "comunicazioni alla clientela" (sez. IV).

Solo occasionalmente si poteva ritenere che le citate disposizioni si ponessero in diretto rapporto con la clausola generale codicistica di correttezza, in specie là dove s'occupavano delle "procedure interne". A tale riguardo, all'enunciazione di principio volta a prescrivere "requisiti organizzativi volti a presidiare i rischi legali e di reputazione degli intermediari attraverso il mantenimento di rapporti trasparenti e corretti con i clienti", s'aggiungevano più puntuali previsioni secondo cui, tra l'altro, "[g]li intermediari adottano procedure interne volte ad assicurare ... la trasparenza e la correttezza nella commercializzazione dei prodotti ... [che] ... includono almeno accorgimenti atti a far sì che ... il cliente non sia indirizzato verso prodotti evidentemente inadatti rispetto alle proprie esigenze finanziarie ... valutando l'introduzione di strumenti, anche informatici, che consentano di verificare la coerenza tra il profilo del cliente e i prodotti allo stesso offerti"; e che "gli addetti alla rete di vendita ... accertino che i clienti, prima di essere vincolati da un contratto o da una proposta, abbiano avuto modo di valutare adeguatamente la documentazione informativa". Ma qui, a tratti, sembra persino oltrepassato il tradizionale limite in cui la solidarietà penetra le relazioni negoziali attraverso la clausola generale di correttezza (o della buona fede oggettiva), che *de iure condito* impone di salvaguardare l'interesse altrui, ma fino al punto di non sacrificare apprezzabilmente un proprio interesse, personale o economico³³.

Il quadro delineato, per quanto qui rileva, non è mutato nei suoi tratti essenziali a seguito delle non poche modifiche che ha poi subito la normazione introdotta da Banca d'Italia con il provvedimento del 29 luglio 2009. Si tratta di novelle motivate, innanzi tutto, da novità recate da fonti sovraordinate nazionali e, principalmente, di matrice comunitaria. Così, a seguito del recepimento della direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno n. 2007/64/CE (c.d. PSD) con d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, fu adottato il provv. Banca d'Italia 15 febbraio 2010; a

³³ V., tra i tanti, BIANCA [C.M.], *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 205 ss. e, ivi, 209 s., e 212 ss..

seguito del recepimento della direttiva sul credito ai consumatori n. 2008/48/CE con il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, che sostituì il capo II del titolo VI del t.u.b., fu adottato il provv. Banca d'Italia 9 febbraio 2011; a seguito del recepimento della direttiva sugli istituti di moneta elettronica n. 2009/110/CE con il d.lgs. 16 aprile 2012, n. 45, fu adottato il provv. Banca d'Italia 20 giugno 2012; a seguito della direttiva n. 2011/90/UE della Commissione UE, da quest'ultima confezionata in applicazione dell'art. 19, par. 5, direttiva n. 2008/48/CE e modificativa delle "ipotesi per il calcolo del tasso annuo effettivo globale", fu adottato il provv. 28 marzo 2013 della Banca d'Italia.

Sopravvennero, poi, il provv. Banca d'Italia 15 luglio 2015, al dichiarato fine di "recepire innovazioni normative intervenute negli ultimi anni, realizzare una semplificazione dei documenti informativi e fornire chiarimenti sulla disciplina attuale"; il provv. Banca d'Italia 30 settembre 2016, che realizzò un più ampio intervento di riforma e sostituzioni a seguito del recepimento della direttiva sul credito immobiliare ai consumatori n. 2014/17/UE con d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72, e così per dare attuazione al nuovo capo I-bis del titolo VI del t.u.b.; il provv. Banca d'Italia 3 agosto 2017 per dare attuazione agli articoli 126-*quinquiesdecies*, co. 10, e 126-*vicies quinquies* t.u.b., rispettivamente riguardanti il trasferimento dei servizi di pagamento connessi a un conto di pagamento, l'uno, e, l'altro, il conto di base; il provv. Banca d'Italia 5 dicembre 2018 volto a recepire gli orientamenti dell'Autorità bancaria europea sui dispositivi di *governance* e di controllo sui "prodotti bancari al dettaglio", modificando le sezioni VIII e XI del previgente provvedimento; il provv. Banca d'Italia 19 marzo 2019 con cui s'intese realizzare una nutrita serie di obiettivi; il ravvicinato provv. Banca d'Italia 18 giugno 2019, adottato per dare attuazione alle disposizioni di recepimento della *Payment Account Directive* n. 2014/92/UE (c.d. PAD) – sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base – recate dal d.lgs. 15 marzo 2017, n. 37, e così al capo II-ter innestato nel titolo VI t.u.b.

relativo ai conti di pagamento relativi a consumatori; il provv. Banca d'Italia 9 luglio 2021, attuativo di una specifica disposizione della PSD2.

Fin dai primi interventi con cui venne modificata la disciplina originariamente recata dal provv. Banca d'Italia 29 luglio 2009 si consolidò l'articolata sua intitolazione che impiega la formula "Disposizioni sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti"; e che lascia intendere che la normativa così intestata s'occupi di due concorrenti profili consistenti nella trasparenza e nella correttezza, che sembrano altrettante finalità che la connotano. Ma al di là del dato formale, il contenuto via via assunto dalla normativa in esame fino all'arrangiamento vigente lascia emergere che l'intitolazione è fuorviante. Almeno se ci si ponga nell'ottica della correttezza che il codice civile fa canone di comportamento nelle relazioni negoziali e nei rapporti obbligatori in genere, si nota che il complesso di regole in questione se ne interessa marginalmente; e, d'altro canto, non apporta che un marginale contributo all'applicazione della clausola generale codicistica di correttezza.

Il quadro dianzi delineato con riguardo alla primigenia versione delle "disposizioni" in considerazione formulate dalla Banca d'Italia non è, in proposito, sostanzialmente mutato; e la prospettiva prediletta è rimasta quella della trasparenza. Come si è osservato con riguardo a quell'originario aggregato, ora come allora e nel corso del tempo, all'interno delle "disposizioni" su trasparenza e correttezza licenziate da Banca d'Italia sono permase declamazioni di principio che utilizzano la clausola codicistica di correttezza, ma con scarso rilievo normativo; s'insinua un sostanziale disinteresse per la declinazione, in seno a esse, di detta clausola; si è mantenuto l'uso di lemmi evocativi della correttezza con un significato che sembra equivalente a quello di esattezza, anziché a quello della ridetta clausola; e solo occasionalmente si possono cogliere regole in diretto rapporto con la clausola generale codicistica di correttezza, in specie là dove s'occupano delle "procedure interne".

6. È un quadro, questo, che trova riscontro e, anzi, in fin dei conti riflette ciò che emerge dalla fonte primaria. Il t.u.b., infatti, ha continuato non solo a ignorare la buona fede che in esso non ha trovato e non trova menzione in alcun enunciato, ma anche a essere scarsamente frequentato dalla prescrizione della correttezza nelle relazioni negoziali tra gli intermediari da esso riguardati e i loro clienti con il significato che quest'ultima assume all'interno del diritto comune e, per esso, degli articoli del codice civile in cui è clausola generale impiegata per disciplinare i rapporti obbligatori in genere e, tramite il medio costituito da quella di buona fede, quelli negoziali in particolare.

Dopo che dal t.u.b. scomparve, con il decreto eurosim, persino l'isolato ammicco alla correttezza – a cui si è già fatto cenno – che era inizialmente contenuto nell'abrogato art. 158 t.u.b., peraltro impertinente al tema che qui rileva, i riferimenti a essa operati nel t.u.b. si sono poi moltiplicati a seguito delle non poche novelle che lo hanno modificato. Ma con essi la si richiama in accezioni disomogenee e per lo più eccentriche rispetto al denotato con cui si presenta nel diritto comune.

Nel vigente t.u.b. la correttezza spesso è convocata per alludere all'esattezza, da intendersi come mancanza di errori, accuratezza formale, piena conformità alle norme e alla sostanza dovuta, quindi anche come perfetto adempimento. Così, parrebbe, in seno agli artt. 120-*octies*, co. 1, 120-*undecies*, co. 3, 125-*bis*, co. 6, 126-*bis*, co. 4, 126-*terdecies*, co. 2, lett. f, e 146, co. 2, lett. c, t.u.b.

L'inclusione in questa classe di disposizioni del t.u.b., che si riferiscono alla correttezza per alludere all'esattezza, è più incerta con riguardo all'art. 69-*quaterdecies*, co. 1, t.u.b. che riguarda l'approvazione del progetto di accordo per il sostegno finanziario di gruppo da parte dell'assemblea straordinaria dei soci di ciascuna società che si propone di aderirvi. In tale articolo "correttezza" è parte di un sintagma che si ritrova nell'art. 2391-*bis* c.c. che, secondo un indirizzo interpretativo, la impiega con contenuto semantico affine a quello con cui è impiegata dall'art. 1175

c.c. di cui la disposizione particolare sarebbe riconducibile. Ma la ricostruzione è contestata³⁴; e il testo non impedisce di essere diversamente letto, in specie nel senso che richiami la correttezza per prescrivere una forma di esattezza. In ogni caso, anche a volerlo riportare all'art. 1175 c.c., l'art. 69-*quaterdecies*, co. 1, t.u.b. non è istruzione che faccia impiego della correttezza per normare le relazioni negoziali tra gli intermediari riguardati dal t.u.b. e i loro clienti.

Altre volte, infatti, nel vigente t.u.b. la correttezza è evocata, per un verso, con un senso che può ritenersi riconducibile all'accezione in cui nel codice civile è utilizzata per regolamentare i rapporti obbligatori in genere e, attraverso la mediazione della clausola di buona fede, quelli negoziali in particolare; ma, e per altro verso, in enunciati normativi in cui non è canone direttamente conformativo del comportamento di chi sia parte di tali rapporti, quindi in regole che non hanno a che fare con la disciplina delle relazioni negoziali provvista dal t.u.b., alla quale non partecipano immediatamente. È il caso non solo – a seconda dell'interpretazione, come s'è poc'anzi accennato – dell'art. 69-*quaterdecies*, co. 1, t.u.b., ma anche dell'art. 126-*terdecies*, co. 3, t.u.b. e di alcuni articoli che attengono ai requisiti dei “partecipanti al capitale” (art. 25, co. 1 e co. 2, lett. c, t.u.b.) e degli “esponenti aziendali” (art. 26, co. 2 e co. 3, lett. d, t.u.b.), per questi ultimi rilevanti fin dal momento dell'autorizzazione preventiva all'acquisizione di partecipazioni bancarie ove necessaria (art. 19, co. 5, t.u.b.)

Altre volte ancora, nel vigente t.u.b., si riscontrano disposizioni che citano la correttezza facendone senz'altro regola di comportamento esplicitamente conformativa delle relazioni tra gli intermediari creditizi o nei pagamenti e i loro clienti, impiegandola nell'accezione che può dirsi mutuata dalla corrispondente

³⁴ V., spec., Ferro-Luzzi [P.], *PARTI CORRELATE; II Documento di consultazione; osservazioni*, 2010, 1 ss. e, ivi, 4, reperibile all'indirizzo web corrispondente allo URL https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/parti_correlate_2/consultazione_parti_correlate_20090803_osservazioni_ferro_luzzi.pdf.

clausola generale codicistica. Tuttavia, tali disposizioni per lo più non sono direttamente prescrittive della correttezza per le parti di tali relazioni, bensì la designano quale finalità al cui perseguimento funzionalizzano l'esercizio di poteri di vigilanza: per lo più, cioè, la correttezza forma oggetto di precetti rivolti alle autorità di vigilanza, anziché agli intermediari. Così accade in seno agli artt. 120-*quinquiesdecies*, co. 1, 127, co. 01, 128-*decies*, co. 1, t.u.b.

Nel vigente t.u.b., resta così un unico enunciato normativo che menziona la correttezza, nel quale essa figura quale canone di comportamento immediatamente dettato alle parti della relazione negoziale riguardata; e in cui la si può intendere con il significato ch'essa assume all'interno della disciplina codicistica di obbligazioni e contratti. Tale enunciato si rinviene nell'art. 120-*septies*, co. 1, lett. a, t.u.b. che affianca la correttezza alla diligenza, oltre che alla trasparenza, distinguendo ciascuna dalle altre: ma si tratta di una prescrizione particolare, specificamente attinente alle operazioni di credito immobiliare ai consumatori.

7. Sicché nel t.u.b. non si contiene alcuna regola di carattere generale che, direttamente, imponga la correttezza alle parti d'una relazione negoziale che in esso trova disciplina. E il diritto vigente dettato per quelle relazioni dalle diverse fonti di differente grado da cui risulta è eminentemente disciplina della trasparenza anziché della correttezza. Quest'ultima continua a neppure comparire nella rubrica del titolo VI del t.u.b. che si riferisce alla sola trasparenza; nel t.u.b. l'una e l'altra sono distintamente menzionate (cfr. gli artt. 127, co. 01; 120-*septies*, co. 1, lett. a; 128-*decies*, co. 1), così come del resto nelle "disposizioni" attuative in proposito licenziate dalla Banca d'Italia, comparando in formule in cui sono associate, congiunte, aggiunte l'una all'altra che sottintendono che si pongono in rapporto di alterità; la prima compare nella denominazione prescelta dalla Banca d'Italia per le proprie "disposizioni", ma a comporre una sorta di sottotitolo che la colloca in posizione subordinata rispetto alla trasparenza che campeggia nell'intestazione di quel *corpus*

di precetti attuativi, la cui rubrica non vincola l'interprete e il cui contenuto è ricco di dettagliate tipizzazioni della clausola generale della trasparenza piuttosto che di quella della correttezza.

Non orienta diversamente la circostanza che la tipizzazione in discorso si manifesti attraverso la puntigliosa elencazione di una nutrita serie di puntuali obblighi informativi e, in relazione a ciò, che la tradizione civilistica abbia consegnato modelli applicativi della correttezza, particolarmente in ambito contrattuale nella veste della buona fede, secondo i quali essa è fonte (anche) di obblighi d'informazione d'una parte nei confronti dell'altra³⁵.

Gli è infatti che quelli tipici in esame per la puntigliosità, l'articolazione dei profili e il grado di dettaglio delle prescrizioni da cui risultano che precisano l'*an* e il *quomodo* quanto a contenuti, modalità, strumenti, tecniche, non rappresentano declinazioni d'un *agere* moralmente irreprensibile, non essendo ricavabili da un canone che si limiti a imporre la conformità a un tale parametro, né tanto meno essendo le uniche prassi in grado di assicurare una tale conformità. Detti obblighi appaiono modi della trasparenza piuttosto che della correttezza, siccome conformano l'attività descrivendo aspetti dovuti dell'azione che non hanno fondamento, né derivazione morale, bensì frutto di scelte discrezionali di carattere tecnico. Ciò trova del resto traccia nello *ius positum*, che menziona la correttezza distintamente non soltanto rispetto alla trasparenza, ma dagli "obblighi informativi" che tiene separati dagli "obblighi ... di correttezza", lasciando emergere che i primi non appartengono, almeno non necessariamente, alla dimensione della correttezza.

La ricostruzione, inoltre, sembra più in generale coerente con le diverse dimensioni che è parso di poter ritenere occupate dalla correttezza e dalla trasparenza, tanto più se considerate in una prospettiva funzionale che rivela che di esse si può scorgere una comune duplice anima sul piano delle finalità, ma con un

³⁵ Riassuntivamente, v. Alpa [G.], *I principi generali*, 2^a ed., cit., 448; Id., *Responsabilità dell'impresa e tutela del consumatore*, Milano, 1975, 171.

diverso grado di priorità degli scopi perseguiti. La tutela dell'interesse negoziale prevale sul fine dell'efficienza del mercato nel campo in cui opera la correttezza, mentre l'opposto accade quando si muova nell'ottica della trasparenza, che osteggia fenomeni di *adverse selection* e, in genere, la distorsione dell'equilibrio del mercato dipendenti da asimmetrie informative; e, così, giova pure alla concorrenza, attraverso le informazioni rese disponibili non soltanto nella fase precontrattuale, ma pure durante l'esecuzione del contratto, ponendo le condizioni per eventualmente liberarsene a favore d'un altro più vantaggioso rapporto.

Per ciò, per l'accennata doppia anima cioè, possono esservi aree di sovrapposizione delle clausole di trasparenza e correttezza (o buona fede). E se si è esemplificato con riguardo all'inesattezza di rappresentazioni di parte, è sul terreno degli obblighi informativi nel loro complesso che si possono registrare accavallamenti. Ma fermo il *caveat* che, per l'intanto, la disciplina delle relazioni negoziali contenuta nel t.u.b. e nelle fonti che ne sono attuative ha scarso rilievo normativo se s'assume a punto di fuga la correttezza di chi ne sia parte: poiché in esse quest'ultima è richiamata riecheggiando la clausola codicistica senza un significativo contributo in termini di sua tipizzazione.

Il delineato quadro del diritto vigente, giustifica o, se si preferisce, trova riscontro negli orientamenti applicativi concernenti le relazioni negoziali normate dalla disciplina speciale composta dal t.u.b. e dai provvedimenti di sua attuazione. L'applicazione a queste ultime della clausola di correttezza o buona fede è frequente, mentre non lo è il ricorso alla disciplina speciale per ricavare declinazioni dell'una o dell'altra³⁶. Gli artt. 1175 e 1375 c.c. sono cioè applicati per solito direttamente, senza la mediazione di disposizioni della disciplina di settore che di quelli siano considerate

³⁶ Ciò traspare anche dalle "decisioni" dell'ABF, il cui sito *web* (consultato il 7 giugno 2023, all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/index.html>) ha rivelato che su 1768 provvedimenti in cui si menzionano l'art. 1175 c.c. o l'art. 1375 c.c., soltanto 35 operano riferimento alle "disposizioni" della Banca d'Italia sulla trasparenza e la correttezza.

espressione³⁷. Quando episodicamente oltre agli uni si richiami anche l'altra non lo si fa solo per ricondurre la disciplina speciale alla normativa di diritto comune³⁸, ma accade che lo si faccia per riconoscere attraverso l'applicazione delle norme di codice diritti al di là dei confini entro cui sono previsti dalla disciplina speciale, lasciandone così trasparire l'insufficienza per l'inidoneità a cogliere pienamente la portata della clausola di correttezza o buona fede³⁹; o, addirittura, per ritenere risarcibile il danno per la lesione di diritti previsti dalla disciplina speciale sol perché (se sia) integrata la "violazione del dovere generale della banca di comportarsi secondo correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c."⁴⁰.

La modesta considerazione che la normativa di settore riceve in fase applicativa, là dove si evochi la correttezza o buona fede nelle relazioni negoziali di cui s'occupa il t.u.b., qui non è frutto della malavoglia di rintracciare la disciplina rinvenendola in enunciati di fonte *lato sensu* legislativa, finendo così per abusare del ricorso a principi e clausole generali per trarne soggettivamente le regole del caso. È invece conseguenza dello scarso rilievo normativo che – per le accennate due ragioni – tale normativa assume nella prospettiva della conformazione delle condotte negoziali a correttezza o buona fede: indipendentemente, quindi, dal condivisibile insegnamento⁴¹ per cui la tipizzazione legislativa di obblighi di condotta suscettibili d'essere ricondotti a quello di comportarsi in conformità della clausola di buona fede non esaurisce i comportamenti dovuti in adempimento di quest'ultimo.

Le speciali disposizioni del t.u.b. e delle fonti di sua attuazione riguardanti le relazioni negoziali tra gli intermediari a esse soggetti e i loro clienti non hanno eroso,

³⁷ Cfr., a es., Cass., ord., 14 settembre 2021, n. 24725, in *Foro it.*, 2021, I, 3897 ss..

³⁸ Così, Trib. Lecce, 18 marzo 2020, in *One Legale*, e Trib. Benevento, 31 marzo 2020 (n. 618 e n. 619), *ibid.*, inclinano a ricondurre agli artt. 1175 e 1375 c.c. l'art. 119 t.u.b.

³⁹ Cfr. Trib. La Spezia, 30 maggio 2019, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/21860.pdf>.

⁴⁰ V. ABF Bari, 10 agosto 2022, n. 11791, richiamando ABF Bari, 13 luglio 2022, n. 10468, e ABF Bari, 21 aprile 2020, n. 7382, tutte reperibili sul sito dell'"Arbitro bancario finanziario", all'indirizzo *web* dianzi citato.

⁴¹ V. *Canaris [C.-W.], Schutzgesetze - Verkehrspflichten – Schutzpflichten*, cit., 27 ss.

almeno non significativamente, gli spazi in cui clausola codicistica di correttezza o buona fede nelle relazioni negoziali trovano diretta applicazione. La normativa speciale di cui trattasi ha semmai affiancato alla clausola di correttezza quella di trasparenza, che si pongono in un proficuo rapporto dialogico, che parrebbe di complementarità.

Se si ammette la rivincita delle clausole generali codicistiche dopo un primo periodo in cui rimasero neglette e sottovalutate e che, nel quadro della loro dilagante – a tratti preoccupante⁴² – applicazione, un ruolo di primo piano – in uno con la clausola di ingiustizia del danno – è stato assunto da quelle di correttezza o buona fede, si può anche ammettere che la normativa speciale in discorso e, con essa, l'erompere delle disposizioni di trasparenza non lo hanno intaccato. Che non ricorrono, cioè, i presupposti per proclamare *the King is dead, long live the King*, dovendosi piuttosto registrare che sul proscenio del diritto vivente dei contratti dell'intermediazione creditizia e dei servizi di pagamento, delle relazioni negoziali normate dal t.u.b. e delle fonti che ne sono attuative si stagliano ora due regine. Non contendenti, ma cooperative, complementari: casomai, a tutto concedere, l'una più presente nel diritto vigente e l'altra in quello vivente.

Paolo Gaggero

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università di Roma La Sapienza*

⁴² Cfr. Hedemann [J.W.], *La fuga nelle clausole generali. Una minaccia per il diritto e per lo Stato*, introduzione e traduzione critica a cura L. Nivarra, Pisa, 2022, *passim*.

LA TRASPARENZA BANCARIA NELLA PROSPETTIVA DELL'ATTO E DEL CONTRATTO, DELL'ORGANIZZAZIONE E DEL MERCATO *

*(Banking transparency from the perspective of act and contract,
organization and market)*

ABSTRACT: *Il contributo, dopo aver considerato la porosità del termine trasparenza e la rilevanza degli scenari applicativi, propone una lettura del tema della trasparenza avendo riguardo alla prospettiva diacronica, alla prospettiva dell'atto e del contratto, alla prospettiva organizzativa e alla prospettiva di mercato.*

The paper, after considering the porosity of the term transparency and the relevance of application scenarios, proposes a reading of the topic of transparency having regard to the diachronic perspective, the perspective of the act and the contract, the organizational perspective and the market perspective.

SOMMARIO: 1. Porosità del lemma “trasparenza” e rilevanza degli scenari applicativi. – 2. La prospettiva diacronica. – 3. La prospettiva dell’atto e del rapporto negoziale. – 4. La prospettiva organizzativa. – 5. La prospettiva del mercato. – 6. Una (proposta di) prospettiva unitaria.

1. Il mito della trasparenza, cui sembra essersi consegnato l’uomo

* Contributo approvato dai revisori.

Il lavoro riprende il tema trattato al convegno a Palermo, il 9 giugno 2023, in occasione del secondo *workshop* organizzato da ADDE in occasione dei 30 anni dal Testo Unico Bancario.

contemporaneo, nasconde, tuttavia, in sé due rischi che al contempo sono due sfide da affrontare, non rinunciando a una presa di posizione sul piano assiologico. Da un lato, il linguaggio che ambisca alla sola trasparenza, diventa linguaggio meramente meccanico e operativo, dimentico tuttavia, come già osservato alla fine del XIX secolo, «nessuno pensa, con una parola, precisamente ed esattamente la stessa cosa che pensa un altro»¹. Dall'altro, l'obbligo della trasparenza riduce l'uomo ad un elemento meramente funzionale di un sistema; e «in ciò consiste la violenza della trasparenza»² che dimentica che «all'inizio è la relazione: categoria dell'essere, disponibilità, forma che comprende»³.

Queste sfide possono essere raccolte di fronte al tema della trasparenza bancaria, con una nota di metodo: nella prospettiva della teoria generale, come noto, i connotati tipologici della realtà sociale vanno distinti dalle *regolae iuris* ed è compito dell'interprete, in una dimensione assiologica⁴, affidarsi ad un canone metodologico che, comparando i concetti tipologici assunti dalla norma e quelli reperiti nell'esame

¹ Il riferimento è al filosofo W. von HUMBOLDT, *Über die Verschiedenheit des menschlichen Sprachbaus und ihren Einfluss auf die geistige Entwicklung des Menschengeschlechts*, pubblicato postumo nel 1836, e apprezzabile nella traduzione italiana curata da D. Di Cesare, *Le diversità delle lingue*, Roma-Bari, da cui si prende la citazione a p. 51.

² Così il filosofo contemporaneo H. BYUNG-CHUL, *La società della trasparenza*, Milano, 2014, 11.

³ Il riferimento è a M. BUBER, *Ich und Du*, 1923, apprezzabile nella traduzione italiana, da cui si cita, curata A.M. Pastore, in M. BUBER, *Il principio dialogico e altri saggi*, a cura di A. Poma, 2^a ed., Milano, 1993, 78.

⁴ Sul problema dell'assoggettamento del diritto positivo a istanze assiologiche L. MENGONI, *Ancora sul metodo giuridico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984, 321 ss., in part. 338 s. ove l'osservazione che «non i valori in sé considerati, bensì i concetti giuridici strumentali alla loro realizzazione possono essere ridotti a sistema». L. A. osserva come nel campo della dogmatica occorra «adeguare le strutture concettuali del sistema ai valori ancorati nella legge fondamentale», avendo cura di chiarire, nella nt. 65, come «nel nostro linguaggio la parola “dogma” ha perduto il significato originario, analogo a quello che le è proprio nella teologia e nelle dottrine ideologiche dei partiti politici. Tuttavia i dogmi giuridici possono non del tutto impropriamente continuarsi a chiamare con questa parola perché assolvono un compito di (relativa) stabilizzazione di giudizi di valore (le valutazioni assunte dall'ordinamento giuridico, che forniscono punti fermi di riferimento per la comprensione del caso da decidere». In argomento, sulla possibilità che il giudice muova da premesse assiologiche individuate, rispettivamente, negli apparati normativi europei o nei principi della Costituzione, cfr., S. MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo*, 3^a ed., Torino, 2017, 237 ss. e S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, rist. 2004, 168 ss.

dei fatti concreti, da un lato, procede alla ricostruzione tipologica della realtà e, dall'altro, ordina la normativa, realizzando quel « ponte connettivo » di ascarelliana memoria⁵. Compito non certo facile in punto di trasparenza bancaria.

L'itinerario della "trasparenza" o, seguendo la sistematica del Titolo VI del T.U.B., delle "trasparenze", può immaginarsi come un percorso piuttosto tortuoso, che potrebbe finanche indurre un certo capogiro nell'interprete, tanto per la mole di argomenti (pure considerevole) da vagliare, quanto per la molteplicità degli stimoli e delle influenze che si è necessariamente costretti a considerare ai fini dell'illustrazione della questione della trasparenza nel prisma dell'attività bancaria e dei molteplici interessi, individuali e collettivi, coinvolti. Riflettendo in ciò il problema di fondo del giurista di ogni epoca posto dall'insufficienza del finito a comprendere la realtà che, in tutta la sua estensione, è illimitata⁶.

Difatti, a ben vedere, volendo ricostruire la geografia accidentata di un dibattito tutt'ora in corso, si è obbligati ad affrontare questioni di teoria generale come il rapporto tra regole speciali, clausole generale e principi; e poi, ancora, c'è il rapporto tra legislazione nazionale, e normativa secondaria di applicazione⁷, e disciplina eurounitaria, che è poi corresponsabile, in una prospettiva storica, tanto della genesi quanto della formulazione di molte delle norme di trasparenza, e che ha portato ad una disciplina settoriale specifica ed ipertrofica, quale quella del T.U.B., contraddistinta da una piuttosto considerevole frammentazione in senso oggettivo, avendo riguardo alla tipologia di contratti e servizi prestati dalla banca ma anche soggettivo, posta l'influenza del diritto eurounitario alla «consumerizzazione» del

⁵ Così T. ASCARELLI, *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 157 ss., in part. p. 171.

⁶ Così F. CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1940, 16.

⁷ Il riferimento è alle Disposizioni del 29 luglio 2009 e successive modifiche della Banca d'Italia in materia di «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti».

diritto generale dei contratti⁸. Con un rischio evidente che quella della trasparenza possa considerarsi come una disciplina «a dispetto», ispirata già dalla sua introduzione nel T.U.B., ad un «intento punitivo», e in concreto priva di utilità⁹.

Vi è di più. Nonostante l'ingente corpo normativo sembra che «il diritto applicato dia, più volte, l'impressione che la normativa di trasparenza non sia ancora entrata in vigore; se si preferisce, non ne sia stato inteso il senso; oppure che tale normativa venga fatta oggetto di un «allontanamento da sé»¹⁰, con una ricaduta in termini applicativi di un aumento dei costi di *compliance* delle banca e di una riduzione della tutela del cliente della banca¹¹. Di tal ché il rischio di un tramonto, nella prospettiva funzionale, della trasparenza come lemma evocativo di una intrinseca «capacità di investire ed illuminare settori che sembravano connotati dalla impenetrabilità e dal mistero»¹².

Quale sia lo stato del contenzioso è noto a tutti: può essere sufficiente prendere a riferimento la relazione annuale dell'Arbitro Bancario e Finanziario per prendere nota dei molteplici temi di scontro, tutti più o meno afferenti a temi di *trasparenza* nel senso sopra divisato (commissioni e costi, caso Lexitor, *ius variandi* etc.)¹³.

Di fronte alla «porosità» del lemma trasparenza, il ragionamento giuridico

⁸ Così V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore e contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in ID., *Il contratto del duemila*, Torino, 2005, 3 ss.; per un esame dei temi della trasparenza, avendo riguardo alla segmentazione in senso oggettivo e soggettivo nel T.U.B., cfr. da ultimo, F. GRECO – M. LECCI, *La trasparenza bancaria tra regole di disclosure, product governance, consumer behaviour e digitalizzazione del mercato*, Pisa, 2020, *passim*.

⁹ Le riflessioni sono di P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*³, I, *Parte generale*, Torino, 2012, 167 ss.

¹⁰ Così A. DOLMETTA, *Efficienza del mercato e «favor naturalis» per le imprese bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 1234 ss.

¹¹ Per una riflessione sulla irrazionalità del sistema di trasparenza italiano dal punto di vista della clientela e da quello della banche cfr. G. SANTONI, *I costi organizzativi ed economici delle discipline di trasparenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 707 ss.

¹² Così P. RESCIGNO, «Trasparenza» bancaria e diritto «comune», in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, p. 297 ss.

¹³ Cfr. *infra* note n. 49 e 50 il contenzioso citato.

deve così «spostare lo sguardo dal testo al contesto» al fine di individuare gli «scenari applicativi», mutevoli nel tempo, in cui la trasparenza viene ad essere letta e interpretata dal giurista¹⁴. In tale prospettiva, l'analisi che segue offre una lettura della trasparenza nel prisma dell'evoluzione storica (par. 2), dell'atto e del rapporto negoziale (par. 3), dell'organizzazione (par. 4) e del mercato (par. 5) con una chiusura su una (possibile) proposta di prospettiva unitari (par. 6).

2. Nella logica, non già di tutela del cliente, ma del controllo amministrativo del mercato, l'art. 32 della legge bancaria del 1936 affidava, alle Autorità creditizie il potere di fissare i limiti dei tassi attivi e passivi, le condizioni delle operazioni di deposito e di conto corrente e le provvigioni per i servizi bancari. In tale contesto, la tutela oggettiva del risparmio, intesa come stabilità del mercato, prevale sulle istanze di tutela soggettiva del risparmiatore.

Avendo poi riguardo ai contratti bancari, con il codice civile del 1942, si introduce un corpo di norme, gli art. 1834-1860 c.c., destinate ad integrarsi con le disposizioni inerenti il rapporto tra banca e cliente contenute nella *Norme uniformi bancarie* elaborate dall'associazione di categoria delle imprese bancarie¹⁵. La disciplina della trasparenza, poi, si impone, nel 1992, con le due leggi n. 154 sulla trasparenza bancaria e n. 142, di attuazione della disciplina del credito al consumo, di cui alle Dir. 87/102/CEE.

Se con il T.U.B. del 1993 si ricomponesse ad unità il «complesso di norme di tutela del cliente della banca sintetizzato nel breviliquio “trasparenza”»¹⁶ nel Titolo VI,

¹⁴ La prospettiva metodologica appena descritta è di G. TERRANOVA, *Il ragionamento giuridico*, Milano, 2021, *passim*; cfr., altresì, M. PERRINO, R. MANGANO, T. DI MARCELLO, *Scritti in memoria di Giuseppe Terranova su “Il ragionamento giuridico”*, Torino, 2023, *passim*.

¹⁵ Sul tema della trasparenza bancaria, con riferimento «all'uso (e all'abuso) fattone dal giornalismo italiano», nel contesto precedente al T.U.B. cfr. F. MARTORANO, *Trasparenza e parità di trattamento nelle operazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, 698 ss.

¹⁶ Così R. LENER, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, in *Le Società*, p. 1694; ID., «Trasparenza» bancaria e modelli di tutela del cliente nel Testo Unico del credito, in G. ALPA - M. BESSONE (a cura di), *I contratti in generale*, II, Torino, 1999, 1166 ss.. Cfr., altresì, sui profili di

rubricato «Trasparenza delle condizioni contrattuali», nel terzo millennio la produzione normativa eurounitaria riscrive la rubrica del Titolo VI nei termini di «Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela», con un diverso assetto dei Capi dedicati, rispettivamente: Capo I, alle «Operazioni e servizi bancari e finanziari»; Capo I-bis, al «Credito immobiliare ai consumatori», in recepimento della c.d. MCD, *Mortgage Credit Directive*, Dir. 2014/17/UE; Capo II, al «Credito ai consumatori», in recepimento della c.d. CCD, *Credit Consumer Directive*, Dir. 2008/48/CE, che abroga la Dir. 87/102/CEE; Capo II – bis, ai «Servizi di pagamento», in recepimento delle c.d. PSD I e II, *Payment Services Directive*, Dir. 2007/64/CE e Dir. 2015/2366/UE; Capo II – ter, alle «Disposizioni particolari relative ai conti di pagamento», in recepimento della c.d. PAD, *Payment Account Directive*, Dir. 2014/92/UE; e Capo III, alle «Regole generali e controlli». A ciò si aggiunge la copiosa normativa, a livello secondario, emanata dalla Banca d'Italia con le Disposizioni del 29 luglio 2009 (e successive modifiche) in materia di «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti».

Con un risultato di 31 articoli che compongono attualmente il Titolo VI del T.U.B. – e sulla cui tenuta formale, di fronte a disposizioni, come l'art. 126, che vanno dal *bis* al *vicies sexies*, si può forse dubitare - che segnano il passaggio, nella prospettiva delle relazioni bancarie, a seguito della duplice crisi dello strumento classico di tutela del contraente «non predisponente» offerto dall'art. 1341 c.c. e dei modelli di autotutela del contraente debole orientati a colmare le asimmetrie informative, a modelli di eterotutela di protezione degli interessi del contraente della banca, distinto in modo polivoco come cliente e/consumatore, a ragione dell'impostazione seguita dalla normativa eurounitaria.

A livello sistematico, inoltre, due sono le novità.

criticità dell'inserimento della disciplina di trasparenza nel T.U.B. G. MINERVINI, *Dal decreto n. 481/92 al testo unico in materia bancaria e creditizia*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 825 ss.

Con la nuova formulazione dell'art. 127 T.U.B. (introdotta in Italia in attuazione della Dir. 2008/48/CE, sul credito ai consumatori) da un lato, la «trasparenza delle condizioni contrattuali» unitamente alla «correttezza dei rapporti con la clientela» assume un ruolo ordinatorio della attività di vigilanza, giustapposto alla sana e prudente gestione di cui all'art 5 del T.U.B. Dall'altro, si assiste ad un ribaltamento del rapporto tra parte generale, di cui al Capo I del Titolo VI, e le tre parti speciali, del credito immobiliare ai consumatori, del credito al consumo e dei servizi di pagamento, di cui ai Capi I – *bis*, II, II; ai sensi dell'art. 15, co. 3, T.U.B., di fatti, le disposizioni della parte generale non si applicano ai contratti e ai servizi menzionati «a meno che non siano espressamente richiamate».

Di tal ch , mutuando l'espressione dal contesto, limitrofo in punto di regolamentazione, del mercato finanziario, il lemma trasparenza rappresenta una sorta di *lobster trap*¹⁷, che intrappolando la banca come soggetto giuridico, impone un canone di trasparenza cui attenersi nella triplice prospettiva dell'atto e del rapporto negoziale, dell'organizzazione e del mercato.

3. Nel T.U.B. il lemma trasparenza, inserito dappprincipio nel Titolo VI col solo riferimento alle «condizioni contrattuali», viene dal 2010 esteso anche «ai rapporti con i clienti», e giustapposto, in seno all'art. 127 in tema di «Regole generali», alla «correttezza dei rapporti con la clientela», segnando lo svolgimento delle varie fasi del rapporto tra la banca e il cliente, dal momento del primo contatto, alla conclusione dell'atto, fino al momento di chiusura di ogni rapporto. In altre parole, «il principio di trasparenza risulta assumere, nel contesto del diritto vivente, la veste di clausola generale intesa a concorrere in modo diretto nella regolamentazione dei rapporti – precontrattuali, contrattuali e post-contrattuali – che si svolgono tra

¹⁷ Cos  E. ROCK, *Securities regulation as a lobster trap: a credible commitment theory of mandatory disclosure*, in 23 *Cardozo Law Review* (2002), 675.

l'impresa e i suoi clienti»¹⁸.

In tale prospettiva, la trasparenza è letta come presidio, nei contratti asimmetrici, nel rapporto interprivato delle trattative, della conclusione e dell'esecuzione del contratto; incidendo così vuoi sull'atto vuoi sul rapporto negoziale, e segnando il passaggio dal «diritto della banca al diritto bancario»¹⁹.

In verità, già la prima legge sulla trasparenza del 1992 riportava al suo interno sia previsioni di trasparenza in senso stretto, che vere e proprie norme di riequilibrio. Tuttavia, è l'evoluzione storica della disciplina che sembra aver dilatato in modo significativo i dettami della trasparenza, tanto nel numero, dato l'aumento significativo delle norme, quanto nei contenuti.

Sotto questo punto di vista, il TUB risulta pesantemente influenzato dalla normazione eurounitaria, che procede per modelli o tipi contrattuali e appronta una disciplina tendenzialmente omnicomprensiva, che introietta nell'articolato del testo unico definizioni, schemi negoziali e qualifica i rimedi a disposizione del contraente debole.

Ne risulta che la trasparenza non incide solo sul piano dell'informazione al contraente debole²⁰, bensì si estende anche alla valutazione dei contenuti del rapporto negoziale, come si evidenzia nella disciplina dell'usura, dell'anatocismo, delle

¹⁸ Così A. DOLMETTA, *Disciplina di trasparenza e principio di trasparenza*, in G. CONTE, *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, 193 ss.

¹⁹ Così A. MAISANO, *Trasparenza e riequilibrio delle operazioni bancarie: la difficile transizione dal diritto della banca al diritto bancario*, Milano, 1993.

²⁰ L'articolo 116 T.U.B., che è sostanzialmente la norma di apertura del Titolo VI TUB, declina la trasparenza in ambito bancario come segue (comma 1): «Le banche e gli intermediari finanziari rendono noti in modo chiaro ai clienti i tassi di interesse, i prezzi e le altre condizioni economiche relative alle operazioni e ai servizi offerti, ivi compresi gli interessi di mora e le valute applicate per l'imputazione degli interessi. Per le operazioni di finanziamento, comunque denominate, e' pubblicizzato il tasso effettivo globale medio previsto dall'articolo 2, commi 1 e 2, della legge 7 marzo 1996, n. 108. Non può essere fatto rinvio agli usi».

Il precipitato della norma è chiaro, e sin anche molto specifico nei suoi elementi determinanti. Si può forse arrivare a dire che la norma è sin troppo precisa e determinata, ai nostri fini, poiché certamente il precetto ha una natura generale (la pubblicità delle condizioni economiche in tutti i contratti) ma è anche limitato ad un ambito specifico della trasparenza, che è quello relativo ai prezzi, e non copre dunque molti altri elementi della dinamica contrattuale che intercorre tra le parti.

commissioni di massimo scoperto, e i delle commissioni di disponibilità fondi, di cui il legislatore fissa finanche anche l'importo percentuale massimo ammesso. Ne risulta che la disciplina sulla trasparenza ricomprende non soltanto presidi di natura informativa, quanto, piuttosto, una più globale disciplina degli assetti contrattuali delle parti, ivi inclusa la prospettiva rimediabile (si pensi, ad esempio, alle disposizioni in tema di recesso), la gestione di regole di trasferimento e successione nei rapporti (e.g., surroga), i vincoli formali relativi ai contratti.

La trasparenza assurge così ad espressione di un valore in sé, che è quello della difesa del contraente debole in una situazione di asimmetria informativa, potendo individuarsi nella disciplina della trasparenza «in senso stretto» la materia dell'informazione, della forma, della stessa formazione del contratto, ma altresì una disciplina della trasparenza «in senso lato» una disciplina relativa all'equilibrio o al riequilibrio delle posizioni delle parti e degli assetti di interesse determinati dalla stipulazione contrattuale²¹.

Se quindi la trasparenza informativa è connaturata alla situazione di asimmetrie informative tra i contraenti, e ne è, anzi, essa stessa presupposto, lo sviluppo delle scienze cognitive ha messo in guardia contro una concezione eccessivamente formalistica del ruolo dell'informazione, alla luce degli studi più recenti in tema di economia comportamentale.

Le teorie classiche e neoclassiche del decisore razionale si basano, di fatti, sul principio per cui ogni scelta è funzionale a processare le informazioni disponibile nella prospettiva di una scelta ottimale per l'individuo, per via mediata dai meccanismi di mercato, per la collettività. Avvalendosi, in particolare, dei risultati degli studi cognitivi, le azioni umane potrebbero spiegarsi sulla base di pochi elementi: (a) gli scopi; (b) un insieme di opzioni di azione; (c) un criterio, quello della massimizzazione

²¹ Così A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I contratti bancari: nozione e fonti*, in V. ROPPO (a cura di), *Trattato dei contratti, V, mercati regolati*, Milano, 2014, 639 ss.

dell'utilità attesa, in base al quale ipotizzare le conseguenze di tali opzioni. È di tutta evidenza che solo un decisore ideale, onnisciente e onnipotente, avrebbe a disposizione e sarebbe in grado di utilizzare tutte le informazioni relative alle varie scelte possibili. Senza considerare che un criterio simile comporterebbe un dispendio di tempo notevole, che andrebbe a contraddire i principi evuzionistici della conservazione della specie.

I primi studi di *behavioral economics*, di fatti, mettono in crisi il paradigma neoclassico che fonda l'efficienza del mercato sull'azione dell'investitore razionale che compie scelte consapevoli perché informato²².

Contestualmente la crisi finanziaria insorta nel 2008 mostra con chiarezza i segni di una razionalità limitata degli investitori in grado di compromettere la capacità di apprezzare soprattutto i prodotti complessi, mostrando di contro atteggiamenti di emulazione di condotte altrui (c.d. *herd behavior*²³), eccessiva

²² Il primo studio sulla razionalità limitata degli individui risale a H. A. SIMON, *A behavioral model of rationale choice*, in 69 *Quarterly Journal of Economics* (1955), 99 ss. I primi contributi sulla finanza comportamentale sul fallimento del paradigma neoclassico dell'investitore razionale perché informato si devono a W. DE BONDT-R. H. THALER, *Does the stock market overreact?*, in 40 *Journal of Finance* (1984), 793 ss.; W. DE BONDT-R. H. THALER, *Do security analysts overreact?*, in 80 *American Economic Review* (1990), 52; posizioni riprese in N. H. THALEB, *Il cigno nero*, Milano, 2008; R. H. THALER-C. R. SUNSTEIN, *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, 2008, e R. H. THALER, *Misbehaving: The Story of Behavioral Economics*, New York, 2015. Per la prospettiva dell'analisi economica del diritto v. C. JOLLS-C. SUNSTEIN-R. H. THALER, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in 50 *Stanford Law Review* (1998), 1471; C. SUNSTEIN, *Behavioral law and economics: a progress report*, in 1 *American Law and Economics Review* (1999), 155.; e A. SHLEIFER, *Inefficient Markets - An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, 2000, 10 ss.

²³ Così D. S. SCHARFSTEIN-J. C. STEIN, *Herd Behavior and Investment*, in 80 *The American Economic Review* (1990), 465; K. A. FROOT-D. S. SCHARFSTEIN-D.C. STEIN, *Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation*, in 4 *The Journal of Finance* (1992), 1461; J. R. GRAHAM, *Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence*, in 1 *The Journal of Finance* (1999), 237 secondo cui "a newsletter analyst is likely to herd on Value Line's recommendation if her reputation is high, if her ability is low, or if signal correlation is high"; e di H. W. MICKLITZ, *Herd behavior and third party impact as a legal concept*, in *Contract Governance. Dimensions in Law and Interdisciplinary Research*, Oxford, 2015, 152 secondo cui «herd behavior amounts to no more than an indicator to raise awareness».

Sulla necessità di assumere decisioni non emulative di altri si leggano le brillanti osservazioni di J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment*, London, 1936, 58: "finally it is the long-term investor,

fiducia, nonostante la non adeguata educazione finanziaria, nelle operazioni di mercato (c.d. *overconfidence*) e avversione alle perdite (c.d. *loss aversion*²⁴).

La spiegazione delle dissonanze cognitive²⁵ dell'investitore, anche professionale²⁶, viene dalle scienze cognitive. Analizzando, di fatti, le caratteristiche del ragionamento decisionale²⁷, emerge come l'individuo sistematicamente utilizzi le c.d. «euristiche di ragionamento»²⁸ da intendersi come “scorciatoie” della mente funzionali alla risoluzione di problemi. Così, pur non seguendo i principi propri della logica formale, si compiono scelte soggettive qualificabili come “economiche ed

he who most promotes the public interest, who will in practice come in for most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is in the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally”.

²⁴ Nella analisi economica del diritto più attenta ai risultati delle scienze cognitive E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, cit., 440. In riferimento ai limiti della trasparenza nei casi di mutui *subprime* O. BAR-GILL, *The law, economics and psychology of subprime mortgage contracts*, in *94 Cornell Law Review* (2009), 1073

²⁵ L'espressione «dissonanze cognitive» si deve a L. FESTINGER, *A theory of cognitive dissonance*, Standford, 1957.

²⁶ In argomento si vedano le considerazioni di G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *34 Journal of Consumer Policy* (2011), 321 secondo cui “the financial crisis forces us to reconsider the traditional paradigms of rational of market participants. Obviously, even professionals of financial intermediaries suffered from irrationalities and psychological effects thus aggravating other factors of the crisis”.

²⁷ Operare delle scelte è, come mostra la scienza cognitiva, un'operazione cognitiva incessante, segnata da diversi grandi di consapevolezza e variamente connotata, anche emotivamente, al mutare della nostra vita quotidiana. Sui meccanismi cognitivi cfr., nella letteratura italiana che tuttavia riprende molte posizioni d'oltreoceano, A. CARCIONE-M.C. DE MARCO- G. DIMAGGIO- M. PROCACCI- A. SEMERARI- G. NICCOLÒ, *La regolazione delle scelte nei disturbi di personalità*, in *Cognitivismo Clinico*, 2004, 32 ss. Osservano gli Autori, a 34, che «le azioni di un agente cognitivo sono guidate e regolate da scopi» ma «anche se scopi e azioni sono interconnessi, non tutti gli scopi richiedono l'elaborazione cosciente di un piano».

²⁸ Sul tema *amplius* D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, in *185 Science* (1974), 1124 dove gli autori segnalano l'importanza delle euristiche di ragionamento come scorciatoie per operare delle scelte di fronte a problemi complessi e in condizioni di incertezza ed identificano vari casi di *bias* cognitivi collegati a tali euristiche e gli errori seri e sistematici cui possono condurre.; D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, cit., 263; T. GILOVICH-D. GRIFFIN-D. KAHNEMAN, *Heuristic and Biases - The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge, 2002.

efficaci” in relazione ai propri scopi²⁹. La mente, in altre parole, può essere vista come un « apparato (sottosistema) di regolazioni finalistica del comportamento di un sistema, sulla base di rappresentazioni »³⁰.

Le categorie basilari dell'attività mentale sono, infatti, considerate (i) le “conoscenze” definite anche con l'espressione “stato percepito”, cioè una rappresentazione che l'agente tende ad adeguare al mondo per ottenere il successo della sua azione; e (ii) gli “scopi” definiti come “stato regolatore”, nel senso di una rappresentazione mentale a cui l'agente cognitivo cerca di adeguare il mondo tramite l'azione³¹.

Sicché la “conoscenza” è altro rispetto all'informazione, poiché sconta la prospettiva soggettiva con cui l'individuo processa l'informazione; quanto agli “scopi”, poi, vanno letti in stretta relazione con le “credenze”, ossia con quel convincimento, soggettivo anch'esso e così fallibile, della funzionalità di un'azione a realizzare lo scopo stesso. Un sistema mentale così organizzato può compiere le scelte in modo *implicito*, cioè perseguendo lo scopo attraverso euristiche del ragionamento (procedura più rapida), e/o in modo *esplicito*, cioè ponderando le valutazioni attraverso più complesse argomentazioni (procedura più lenta)³².

²⁹ In tal senso D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *On the psychology of prediction*, in 80 *Psychological Review* (1973), 237 ss.

³⁰ Così M. MICELI-C. CASTELFRANCHI, *Le difese della mente*, Roma, 1995, 77; ID., *La cognizione del valore. Una teoria cognitiva dei meccanismi e processi valutativi*, Milano, 1992.

³¹ Così C. CASTELFRANCHI-M. MICELI, *Architettura della mente: scopi, conoscenze e loro dinamica*, in C. Castelfranchi-F. Mancini-M. Miceli, *Fondamenti di cognitivismo clinico*, Torino, 2002, 53 ss. Le più comuni credenze di supporto agli scopi sono: *credenze relative al mezzo-fine; credenze di preferibilità; credenze relative ai costi; credenze di raggiungibilità; credenze di raggiungimento; credenze di competenza; credenze condizionali*. Così A. CARCIONE-M.C. DE MARCO-G. DIMAGGIO-M. PROCACCI-A. SEMERARI-G. NICCOLÒ, *La regolazione delle scelte nei disturbi di personalità*, cit., 32 ss.

³² Per una ampia prospettazione dei meccanismi sottesi alle scelte si veda D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e pensieri veloci*, (trad. it. e ristampa), Milano, 2019, *passim*. Il primato del visibile fa parte di una strategia ancora più generale, per la quale l'A., a p. 96, ha inventato l'acronimo WYSIATI (*what you see is all there is*). L'A. osserva come « saltare alle conclusioni, sulla base di prove limitate, è talmente importante per comprendere il pensiero intuitivo, e si presenta così spesso in questo libro, che

L'abbandono della retorica del decisore "razionale" perché "informato" non comporta tuttavia, una svalutazione della filosofia della trasparenza sul prodotto, bensì ne suggerisce una formulazione, che seppur sconti una consapevolezza sui limiti cognitivi del cliente, non rinunci a sollecitare la necessaria attività di comprensione dei fatti, che non può essere mai negata nei processi di conoscenza dell'uomo³³. In questa nuova prospettiva, occorre prendere le mosse, nell'esaminare la disciplina della trasparenza obbligatoria, dalla considerazione che il ragionamento decisionale dell'investitore si basa (non sulla razionalità bensì) sulla "metacognizione"³⁴, intesa come conoscenza dinamica acquisita (non per il tramite della rielaborazione razionale perché oggettiva delle informazioni ma) per il tramite di "metarappresentazioni" ossia attraverso la rielaborazione, necessariamente soggettiva e perciò non razionale, delle informazioni che la mente umana è in grado di produrre.

Ciò posto, l'attività metacognitiva, pur necessaria, non è sufficiente a garantire la necessaria protezione al cliente, dovendosi lo statuto normativo del mercato bancario, necessariamente, essere conformato alla realizzazione di un (inevitabile) sistema di «accudimento» del cliente³⁵, introducendo, in definitiva, precipui meccanismi di "eteroregolazione" dei modelli di tutela³⁶, in una prospettiva per certi

userò una brutta e complicata abbreviazione WYSIATI». Le intuizioni iniziali devono essere rielaborate e superate grazie a pensieri lenti.

³³ Come autorevolmente sottolineato, la conoscenza dell'uomo può essere conseguita «unicamente per l'attività dell'individuo, per sua disposizione recettizia e mai prodotta unicamente dall'esterno». Così S. PUGLIATTI, voce «Conoscenza», in *Enc. dir.*, vol. IX, Milano, 1961, 114.

³⁴ L'uso del termine metacognizione si trova in J.H. FLAVELL, *Metacognition aspects of problem solving*, in L. Resnick (ed by), *The Nature of Intelligence*, Erlbaum, 1976; ID., *Metacognition and cognitive monitoring: a new area of cognitive developmental inquiry*, in *34 American Psychologist* (1979), 906. Nella letteratura italiana cfr., per tutti, A. CARCIONE-G. NICOLÒ-A. SEMERARI, *Curare i casi complessi. La terapia metacognitiva interpersonale dei disturbi di personalità*, Bari, 2016, p. 22; A. CARCIONE-G. NICOLÒ-R. PEDONE-R. POPOLO- L. CONTI- D. FIORE- M. PROCACCI- A. SEMERARI- G. DIMAGGIO, *Metacognitive mastery dysfunctions in personality disorder psychotherapy*, in *190 Psychiatry Research* (2011), 60 ss.

³⁵ L'espressione, utilizzata nel contesto del mercato finanziario, è di G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, 745 s

³⁶ Cfr., per tutti, R. LENER, *Trasparenza delle relazioni contrattuali*, cit., *passim*.

versi paternalistica³⁷, che realizzi il regolamento di interessi adeguato al cliente³⁸, visto nella prospettiva eurounitaria come consumatore³⁹.

In altre parole, il cliente (cioè il risparmiatore, o ancora il consumatore di prodotti bancari) è «un uomo che ha fretta»⁴⁰ e quindi non ha tempo, né interesse, per leggere i fogli informativi ed il contratto stesso; e peraltro, se pure lo leggesse, realisticamente non otterrebbe una informazione completa nel senso della comprensione dei fenomeni sottostanti e dei meccanismi giuridici che regolano il rapporto tra le parti.

Ne risulta così un complesso di norme sulla trasparenza, caratterizzato da un pluralismo di fonti, rappresentato dalle disposizioni del codice civile, del T.U.B. e delle Disposizioni delle Autorità di vigilanza, che peraltro lascia aperto il profilo del rapporto con la disciplina consumeristica e del contratto in generale⁴¹, funzionale a realizzare quel sistema di eterotutela nella genesi dell'atto e nella regolazione del rapporto negoziale.

A tal proposito si possono citare le previsioni dell'art. 124, comma 5°, t.u.b., ove si contempla l'obbligo del finanziatore di fornire al consumatore adeguati chiarimenti affinché possa valutare se il contratto di credito sia adatto alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria, nonché dell'art. 120-*novies*, comma 2°, laddove prevede che l'intermediario fornisca al consumatore «le informazioni

³⁷ Sul paternalismo giuridico cfr. A. OGUS, *The Paradoxes of Legal Paternalism and How to Resolve them*, in 30 *Leg. Stud.* (2010), p. 62 ss. Sul legame tra paternalismo ed efficienza cfr. E. ZAMIR, *The Efficiency of Paternalism*, in 84 *Va. L. Rev.* (1998), 229 ss.

³⁸ Così R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012.

³⁹ Sul tema v. F. GRECO – M. LECCI., *op. cit.*, 67, ove la considerazione che «l'apice dell'alterazione del libero mercato» si ha con la direttiva sul credito al consumo che ma «ha modificato la struttura delle dinamiche negoziali» su cui si fondava il codice civile, «mediante la predisposizione di numerosi presidi aventi quale comune denominatore la riduzione del *gap* informativo/conoscitivo sussistente tra il consumatore e la controparte».

⁴⁰ Così G. GORLA, *Condizioni generali e contratti conclusi mediante formulari nel diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 114.

⁴¹ Sul tema cfr. A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 26 ss.

personalizzate necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, valutarne le implicazioni e prendere una decisione informata».

Si veda altresì l'art. 120-*septies* TUB, secondo cui «Il finanziatore e l'intermediario del credito, nell'ambito delle attività disciplinate dal presente capo: a) si comportano con diligenza, correttezza, e trasparenza, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori; b) basano la propria attività sulle informazioni rilevanti riguardanti la situazione del consumatore, su ogni bisogno particolare che questi ha comunicato, su ipotesi ragionevoli con riguardo ai rischi cui è esposta la situazione del consumatore per la durata del contratto di credito».

A questo elemento di cooperazione si affiancano poi le regole di controllo che fanno riferimento alla verifica del merito di credito del cliente (124-bis e 120-undecies TUB), due disposizioni che, se non le si vogliono considerare un'inutile reiterazione di un precetto generale dell'attività bancaria di erogazione del credito, devono essere intese in termini di obbligo contrattuale, rivolto quindi alla controparte e non già alla “sana e prudente gestione” dell'impresa bancaria.

Sul punto va peraltro ricordato che il Legislatore, in ottica quasi punitiva, dispone ai sensi dell'art. 69 comma 2 del Codice della Crisi che la banca che abbia mal eseguito la valutazione del merito di credito incorra in alcune limitazioni alle contestazioni del piano di sovraindebitamento del consumatore – quasi come a rappresentare, in sostanza, che l'intermediario bancario malaccorto è sostanzialmente corresponsabile della situazione di *default* in cui incorre il suo cliente.

4. La trasparenza e le discipline di trasparenza vanno lette altresì dalla prospettiva organizzativa. I soli presidi informativi, non solo come strumenti di autotutela ma anche di eterotutela, non esauriscono la funzione di trasparenza richiesta nel mercato bancario che dovrà, altresì, tradursi in precipi presidi

organizzativi, come emerge anche dall'art. 127, co. 1, T.U.B. ove il riferimento alle Disposizioni della banca d'Italia «in materia di organizzazione e controlli interni». Sicché ne risulta confermata la stretta funzionalità degli obblighi organizzativi e procedurali a realizzare la trasparenza informativa in senso lato⁴².

L'aumento delle fattispecie, il dettaglio delle disposizioni e la frammentazione dei casi incrementano in modo considerevole i costi di *compliance* ed impongono alle banche uno scrupoloso adempimento dei dettami normativi, con conseguente aumento dei costi: l'intermediario si trova così ad operare in un settore pervasivamente regolato, in cui ogni errore può diventare un "passo falso" a vantaggio del cliente\controparte in caso di contestazione. Tanto per fare un esempio, si prenda l'obbligo di conservazione decennale della documentazione ex art. 119, comma 4 TUB c.c., che fa sì che, nella pratica giudiziale, il cliente richieda in via preliminare l'esibizione alla banca di tutta la documentazione (in modo da poter individuare una carenza tale da poter invocare l'applicazione di un rimedio).

Tramontata la logica del ripristino, con la trasparenza, dell'asimmetria informativa tra il cliente (*recte* consumatore) e banca, il diritto regolatorio impone una organizzazione dell'attività bancaria funzionale a realizzare quell'accudimento del cliente in punto di adeguatezza dei prodotti bancari⁴³, che prendo corpo vuoi nei doveri di semplificazione dell'informazione, di cui agli artt. 116, co. 1-*bis*, 124, co. 5, e 120-*novies* T.U.B.; vuoi nei doveri di verifica del merito creditizio prevista dagli art. 124-*bis* e 120-*undecies* T.U.B.

Sulla funzionalità dell'organizzazione dell'impresa bancaria alla trasparenza da intendersi in modo funzionale quale strutturazione di prodotti coerenti con gli obiettivi della clientela, graduata secondo gli specifici interessi secondo l'espressione

⁴² In argomento cfr. G. SANTONI, *op. cit.*, *passim*.

⁴³ Sul tema cfr. A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza" nell'erogazione del credito?*, in A.A. V.V., *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti, Oltre la trasparenza?*, cit., 31; R. NATOLI, *op. cit.*, *passim*.

target market, da ultimo mette conto segnalare le norme in materia di *Product Oversight Governance* (c.d. POG)⁴⁴, adottate in attuazione degli orientamenti EBA sui «Dispositivi di governo e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio».

5. Da ultimo, la prospettiva del mercato illumina, altresì, la dialettica trasparenza e discipline di trasparenza e ne giustifica, forse, anche le aporie del sistema complessivo⁴⁵.

In tal senso, infatti, la trasparenza ha ad oggetto una dinamica di mercato e quindi di scambio di beni e/o servizi; la ricerca di un ottimo paretiano nelle relazioni tra le parti passa attraverso una identificazione corretta del problema economico ed una rappresentazione percepita come giusta dei termini del rapporto. La trasparenza consente, in altre parole, la comparazione tra le offerte diversificate di attori in concorrenza. Ciò, invero, si coglie anche nella prospettiva di offerta al pubblico del capitale degli emittenti bancari, e della tipicità del contenuto dei prospetti bancari⁴⁶.

Ma vi è di più.

E' anche un presidio di sistema, poiché solo attraverso l'adeguata informativa è possibile ottenere un sistema di concorrenza benefico per gli attori coinvolti e basato su pari condizioni di partenza (*level playing field*).

⁴⁴ Cfr. Disposizioni di trasparenza Banca d'Italia, Sezione XI, requisiti organizzativi. In argomento cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. regolament. merc.*, 2016, 1 ss., nella prospettiva del T.U.F.; e nel contesto bancario F. GRECO – M. LECCI, *op. cit.*, 142 ss.

⁴⁵ Cfr., sul punto, A. MIRONE, *Profili evolutivi della trasparenza bancaria*, in *Oss. Dir. civ. e comm.*, 2018, 47 ss. che pone in luce come coesistano «regole pro-concorrenziali», quali l'art. 120-*quater* e 126-*quinquiesdecies* T.U.B., in materia di surrogazione e portabilità; e «regole di limitazione della concorrenza», come l'art. 117-*bis*, co. 1 e 2, T.U.B. che vieta (i) l'adozione di qualsiasi commissione diversa dalla commissione di affidamento e (ii) commissioni remunerative ancorando i prezzi ai costi. In argomento cfr. altresì ID., *Sistema e sottosistema nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 377 ss.

⁴⁶ Per questa prospettiva dei prospetti bancari cfr., A. GENOVESE, *La vigilanza finanziaria sugli emittenti bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 497 ss.

D'altronde, come già insegna Akerlof⁴⁷, un mercato opaco guida i prezzi verso il basso, e dunque la trasparenza potrebbe intendersi anche come funzionale, anche se ciò può sembrare controintuitivo, ad assicurare maggiori opportunità per i prestatori dei servizi.

Se si ragiona, poi, nei termini di un innesto, nel T.U.B., delle discipline di "trasparenze" di derivazione eurounitaria, per i contratti di credito immobiliare ai consumatori e di credito al consumo e per i servizi di pagamento, nella disciplina di "trasparenza" di cui alla parte generale, non può non cogliersi una marcata prospettiva del mercato, funzionale ad eliminare le disomogeneità nella regolamentazione tra i vari paesi membri intesa come ostacolo alla costruzione di un mercato unico. In tale prospettiva, il segnalato ribaltamento tra parte generale, di cui al Capo I del Titoli Vi del T.U.B., e le discipline speciali delle trasparenze di derivazione eurounitaria nei capi successivi, può così essere letto in funzione dell'armonizzazione massima delle direttive che limita l'applicazione della parte generale alle operazioni indicate solo se espressamente richiamate. Nella prospettiva del mercato, allora, si possono comprendere le frammentazioni e disarmonie nella disciplina complessiva, di cui la dottrina più autorevole si è ampiamente occupata⁴⁸.

6. Dalle riflessioni che precedono emerge il tentativo, serio e seriamente strutturato, del diritto regolatorio di accudimento del cliente della banca, cui, come noto, tuttavia, corrisponde un costante flusso di contenzioso avente ad oggetto la trasparenza, sia nei giudizi ordinari⁴⁹, sia di fronte l'ABF⁵⁰. A ciò si aggiunga che, a

⁴⁷ Il riferimento è a G.A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Q. J. Econ.* (1970), 488 ss.

⁴⁸ Sul dibattito in tema di spese, recesso e ius variandi, cfr., per tutti, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Interventi normativi sul contenuto regolamentare dei contratti bancari: il diritto di recesso e lo ius variandi*, in A.A. V.V., *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, 71 ss. e A. DOLMETTA, *Trasparenza dei contratti bancari, Regole*, 2013.

⁴⁹ Cfr., da ultimo, sul tema della conoscibilità della strutturazione dell'ammortamento alla francese, A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»: gravosità del meccanismo e sua*

meno di non voler negare l'unità della persona, lo stesso soggetto giuridico, cliente/consumatore, si trova ad operare nel settore finanziario in senso lato, cui vengono sussunti i settori bancari, assicurativi e finanziari in senso stretto, caratterizzati da sistema complesso e certamente molto frammentato sotto il profilo del diritto regolatorio.

Se, come ci insegna Martin Buber, «solo l'uomo che attua nella vita intera con il suo essere, le relazioni a lui possibili, ci insegna veramente l'uomo», varrebbe la pena indagare una soluzione in punto di diritto regolatorio che consideri l'uomo, cliente/consumatore, al centro delle relazioni del mercato finanziario in senso ampio, ipotizzando un *EU Charter for the Protection of End Users in Financial Markets*⁵¹.

Paola Lucantoni

Associato di Diritto dell'economia

nell'Università degli studi di Roma Tor Vergata

difficile intelligenza, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 641 ss. Sul tema, da segnalare altresì il rinvio pregiudiziale da parte del Tribunale di Salerno alla Corte di Cassazione, con successiva rimessione alle Sezioni Unite; cfr. commento di A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizioni di «forma-contenuto» ex art. 117, co. 4°, t.u.b.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, II, 648 ss.

Sulla riformulazione della disciplina regolatrice dell'estinzione anticipata del contratto di credito di cui all'art. 125-sexies T.U.B., a seguito della c.d. sentenza *Lexitor* della Corte di Giustizia Europea cfr. U. MALVAGNA, *La nuova disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori: tra legge, ABF e Corte Costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 49 ss.

⁵⁰ In argomento cfr., da ultimo, A. TUCCI, *L'Arbitro Bancario Finanziario fra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 623 ss.

⁵¹ Così F. ANNUNZIATA, *Towards an Eu Charter for the Protection of End Users in Financial Markets*, EBI, Working Papers Series, 2022, n. 128. Per ulteriori spunti in tal senso cfr., altresì, R. NATOLI, *op. cit.*, *passim* e V. COLAERT – D. BUSCH – T. INCALZA (edited by), *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019.

APPUNTI SULLO STUDIO DELLA SOSTENIBILITÀ BANCARIA *

(Notes on the study of banking sustainability)

ABSTRACT: *L'esigenza di approfondire il rapporto tra sostenibilità e interessi tutelati impone all'interprete, innanzitutto, di verificare se la sostenibilità rappresenti un elemento innovativo per l'attività d'impresa. Le regole sulla sostenibilità incidono sulla funzione organizzativa dell'attività d'impresa, sulla strutturazione dei processi, sulla definizione delle linee strategiche, sulla rendicontazione della stessa attività di impresa. Servono cioè a innovare gli assetti organizzativi, imponendo un'adeguatezza finalizzata al rispetto della sostenibilità, e che lo svolgimento dell'attività d'impresa deve orientarsi ad un modello di business sostenibile. Mentre il perseguimento della sostenibilità non porta a un mutamento degli interessi sottesi, nel senso che la sostenibilità non produce l'effetto di enucleare interessi nuovi rispetto a quelli già presenti nell'esercizio dell'attività d'impresa.*

The need to delve deeper into the relationship between sustainability and protected interests requires the interpreter, first and foremost, to verify whether sustainability represents an innovative element for business activity. Sustainability regulations affect the organizational function of business activity, the structuring of processes, the definition of strategic lines, and the reporting of business activities. They are meant to innovate organizational structures, imposing adequacy aimed at respecting sustainability, and guiding business activity towards a sustainable business model. While the pursuit of sustainability does not lead to a change in the underlying interests, in the sense that sustainability does not produce the effect of creating new interests compared to those already present in the conduct of business activities.

* Contributo approvato dai revisori.

SOMMARIO: 1. Le riflessioni di Laura Ammannati sulla sostenibilità. – 2. Sostenibilità e innovazione degli assetti organizzativi – 3. Sostenibilità e interessi tutelati – 4. Sostenibilità e contenimento degli interessi.

1. In un interessante contributo¹ Laura Ammannati evidenzia come il ruolo predominante che la sostenibilità ha acquistato nel panorama economico e sociale abbia alimentato – nell'impresa bancaria – il dibattito “del potenziale equilibrio o del possibile conflitto tra i nuovi interessi e l'imprescindibile obiettivo della stabilità del sistema”, ponendo come obiettivo primario prioritario quello dell’“adeguato equilibrio tra la flessibilità delle regole necessaria per adeguarle nel tempo alle novità della prassi e alla tutela dei nuovi interessi pubblici e la stabilità dell'assetto normativo al momento ancora nell'ombra”.

In considerazione di ciò, secondo l'Autrice, una delle cause principali del mutamento che investe le discipline del mercato bancario e finanziario è riconducibile alla emersione di fattori - finora - esogeni al settore, come i rischi legati alla tecnologia o i rischi climatici e ambientali.

Da questa prospettiva la prima riflessione che la Studiosa sollecita riguarda il modo con cui la banca si pone rispetto ai nuovi rischi e gli obiettivi dell'attività nell'ambito di una transizione verso un'economia sostenibile, rispetto ai quali occorre una conoscenza approfondita “della complessa intersezione tra profili di sostenibilità e finanza in grado di supportare la regolazione della sostenibilità in coerenza con l'attuale cambiamento di paradigma”.

Alla luce di tali mutamenti occorre “ricercare i segni di una mutazione nel paradigma tradizionale della banca in un ambiente in trasformazione dove ogni ambito dell'economia deve fare i conti con interessi e valori ulteriori, per così dire

¹ AMMANNATI, *I nuovi paradigmi dell'impresa bancaria in epoca di transizione*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, n. 99, 2024, p. 21, ma vedi anche, *Dimensioni “eccentriche” dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2023, p. 2; *Energia e ambiente: regolazione per la transizione*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di Passalacqua, 2021, p. 169.

“incongrui”, rispetto all'insieme degli interessi tradizionalmente coinvolti nella prospettiva di un necessario bilanciamento”.

La banca, nella quale i rischi finanziari rappresentano l'essenza dell'attività imprenditoriale, deve valutare l'emersione di rischi “eccentrici” oltre i tradizionali rischi finanziari², con conseguente necessità di saper gestire la coesistenza e le potenziali conflittualità tra i diversi interessi in campo.

Queste riflessioni pongono l'esigenza di approfondire il rapporto tra sostenibilità e interessi tutelati e di verificare se il perseguimento della sostenibilità, nell'attività imprenditoriale, introduca elementi di novità.

A tali fini, una volta illustrate le nuove regole sulla sostenibilità, occorrerà prima esaminare l'impatto delle modifiche organizzative sull'attività d'impresa, valutando gli elementi di novità, poi verificare se tali novità generano interessi nuovi e ulteriori rispetto a quelli tradizionali, ponendo, conseguentemente, un tema di bilanciamento tra gli stessi, o – come sembra preferibile – tutelano interessi già presenti nel nostro ordinamento.

2. La prima questione da porre è se, e in che misura, la sostenibilità rappresenti un elemento innovativo per l'attività d'impresa.

Sul punto non si può non rilevare come il legislatore abbia progressivamente dedicato spazi, sempre più ampi, ai temi della sostenibilità, seppure non si tratti di un fenomeno solo recente³, e non vi è dubbio che l'attenzione si sia progressivamente

² AMMANNATI, *Dimensioni “eccentriche” dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Riv. regol. merc.*, 2023, p. 2.

³ Già nel 1972, la Conferenza delle Nazioni unite, a Stoccolma, introduce il concetto di sviluppo sostenibile; nel 1992, la Convenzione delle Nazioni unite sui cambiamenti climatici di Rio de Janeiro evidenzia l'importanza di obiettivi e piani d'azione per attuare lo sviluppo sostenibile e risolvere il degrado ambientale, la Commissione europea, nel 2001, nel Libro fornisce la prima definizione di responsabilità sociale d'impresa: «L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali e ambientali delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate»; nel 2015 l'Agenda ONU 2030 con i 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile, da raggiungere entro il 2030. Nel 2016 primo accordo globale sul clima legalmente vincolante, l'Accordo di Parigi persegue gli obiettivi, di lungo periodo: 1) di contenere l'aumento della temperatura media globale al di sotto di 2 °C rispetto

evoluto da un approccio prevalentemente volontaristico, basato sulla sensibilità culturale dei destinatari, ad una dimensione giuridica caratterizzata da una natura cogente.

Parimenti, è diventata manifesta la consapevolezza che il perseguimento della sostenibilità debba essere agevolato da interventi di tipo economico⁴.

In tale contesto il mondo imprenditoriale assume un rilievo essenziale nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità, come confermato dalla modifica del dettato costituzionale che, con la legge costituzionale n. 1 del 2022 ha specificato, nell'art. 41 Cost., che l'iniziativa economica privata non può svolgersi in modo da recare danno anche all'ambiente.

Se si volge lo sguardo alle banche, in considerazione degli interessi che l'attività

ai livelli preindustriali; 2) di aumentare la capacità di adattamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici e di promuovere lo sviluppo resiliente al clima e a basse emissioni di gas ad effetto serra; 3) di rendere i flussi finanziari coerenti con uno sviluppo a basse emissioni di gas ad effetto serra.

⁴ A Marzo 2018, la Commissione europea pubblica un piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, contribuendo ad attuare l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni unite per lo sviluppo sostenibile. Nel dicembre 2019, la Commissione europea avvia, nell'ambito del *Green deal* europeo, una dettagliata normativa europea sul clima e un pacchetto di iniziative, e, nel 2021, il cosiddetto *Fit for 55*, che ha l'obiettivo di ridurre progressivamente le emissioni e di avviare l'Unione europea verso la neutralità climatica entro il 2050. Da questo momento si sviluppano molteplici iniziative comunitarie, coerenti con il percorso sin qui evidenziato: nel 2018 la Commissione europea elabora un Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile che si propone di *i)* riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, al fine di realizzare una crescita sostenibile ed inclusiva; *ii)* gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali; *iii)* promuovere la trasparenza e la visione, a lungo termine, nelle attività economiche e finanziarie. Si fa strada la consapevolezza che il perseguimento di obiettivi sostenibili rappresenti non un vincolo, ma una opportunità di differenziazione e di crescita. Risulta centrale la funzione delle banche che guidano il cambiamento climatico in considerazione del ruolo che assolvono nello svolgimento del finanziamento delle imprese e delle famiglie. Tra le proposte del Piano di azione ci sono: - il Regolamento Tassonomia (2020/852) che disciplina una tassonomia delle attività ecosostenibili che le classifichi attraverso un sistema condiviso a livello europeo, in considerazione degli obiettivi ambientali e sulla base di criteri e metriche scientifici, al fine di contrastare il greenwashing dei prodotti finanziari che si presentano come sostenibili senza esserlo; - il Regolamento *Disclosure* (2019/2088) che introduce obblighi di trasparenza informativa in materia di sostenibilità in capo ad alcuni tipi di intermediari sulla integrazione delle scelte di investimento e sull'attività di consulenza dei fattori di sostenibilità; le grandi società, finanziarie e non, che rientrano nel campo di applicazione della direttiva sulla CSRD dovranno divulgare in che misura le attività che svolgono soddisfano i criteri stabiliti nella Tassonomia: - il Regolamento *Benchmark* (2019/2089): introduce categorie di indici di riferimento che considerino aspetti di sostenibilità ambientale.

bancaria deve soddisfare, la dimensione “sostenibile” diventa ancora più complessa.

Le sfide delle banche sono molteplici.

Innanzitutto, all'interno dell'impresa, le banche devono integrare, al pari di tutte le altre attività imprenditoriali, i fattori ESG: i profili ambientali, sociali, di *governance*.

In secondo luogo, le banche assumono un ruolo strategico nell'accompagnare la propria clientela nel percorso di transizione: devono perseguire politiche di investimento ed elaborare strategie coerenti con il perseguimento della sostenibilità; prevedere sistemi di gestione e monitoraggio degli aspetti ESG; predisporre analisi del merito creditizio nella concessione del credito in chiave ESG; creare prodotti finanziari *green*; premiare la clientela “*green*” o orientata “alla transizione”; assumere il ruolo di facilitatore della transizione.

Tali adempimenti, che fondano la costruzione di una nuova socialità d'impresa, diventando elementi costitutivi di un paradigma imprenditoriale⁵, pongono al giurista alcune riflessioni sulla dimensione giuridica di fattori ESG.

Un primo punto di analisi è se la sostenibilità introduca elementi di novità per l'attività d'impresa, a tal punto da far emergere interessi e valori ulteriori rispetto a quelli tradizionalmente coinvolti.

Lo tsunami normativo⁶ e la copiosità degli studi sulla sostenibilità⁷ che hanno

⁵ In tal senso CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p.6, il quale afferma che la crescita economica, il consumo e la produzione responsabili diventano elementi costitutivi di un paradigma imprenditoriale che si pone a fondamento della costruzione di una nuova socialità d'impresa.

⁶ Solo nella prima metà del 2024 si sono succedute, a livello europeo, la Direttiva UE 2024/825, pubblicata il 6 marzo 2024, che introduce una nuova disciplina UE delle pratiche commerciali ingannevoli sulla sostenibilità dei prodotti; la Direttiva UE 2024/1275, pubblicata l'8 maggio 2024 sull'efficientamento; la Direttiva UE 2024/1760, pubblicata il 5 luglio 2024, che introduce per alcune tipologie di società l'obbligo di adottare le iniziative opportune per istituire e attuare misure relative al dovere di diligenza, per quanto riguarda le proprie attività, quelle delle loro filiazioni nonché quelle dei loro partner commerciali, diretti e indiretti, lungo l'intera catena di attività.

⁷ Molteplici sono gli studi sulla sostenibilità, tra le opere generali, cfr. AA.VV., *L'attuazione dell'European Green Deal*, a cura di E. Bruti Liberati, M. De Focatiis e A. Travi, Milano, 2023; CAPRIGLIONE, *Clima, Energia, Finanza. Una difficile convivenza*, Torino 2023; DE LEONARDIS, *Lo Stato Ecologico*, Giappichelli, Torino 2023; GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa*

catalizzato l'attenzione dei legislatori, dei regolatori e degli studiosi fugano qualsiasi dubbio sulla circostanza che la sostenibilità introduca elementi di novità per l'attività d'impresa.

Nel diritto positivo le regole sulla sostenibilità incidono – prepotentemente – sulla funzione organizzativa dell'attività d'impresa, sulla strutturazione dei processi, sulla definizione delle linee strategiche, sulla rendicontazione della stessa attività di impresa.

La struttura organizzativa deve esprimere regole che consentano di produrre atti compatibili con il rispetto della sostenibilità: gli assetti organizzativi prescelti, così come l'insieme dei compiti e delle funzioni decisionali che incidono sul funzionamento dell'organizzazione stessa, devono essere funzionali al perseguimento della sostenibilità.

Per le banche le Aspettative di vigilanza di Banca d'Italia prevedono che “una *governance* robusta costituisce un presupposto fondamentale per lo sviluppo di un modello di business sano”. L'aspettativa numero 1 chiede all'organo di amministrazione di svolgere “un ruolo attivo di indirizzo e governo nell'integrare i rischi climatici e ambientali nella cultura e nella strategia aziendale nonché nel *risk appetite framework* aziendale e nei limiti di rischio dei portafogli gestiti, declinando in modo coerente le principali *policy* aziendali e l'adattamento dei sistemi organizzativi e gestionali. In tale ottica l'organo di amministrazione approva un appropriato piano di iniziative”.

L'organo con funzione di supervisione strategica, nella definizione della strategia aziendale, non solo deve individuare i rischi climatici e ambientali (fisici e di

azionaria. Fra regole e contesto, Bologna, 2023; BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al “profitto”*, Milano, 2022; CATERINO-INGRAVALLO, *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, 2020; ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020; numerosi scritti pubblicati in; AA.VV., *Governance e mercati*, Studi in onore Paolo Montalenti, a cura di Callegari, Cerrato, Desana, Torino, 2022, AA.VV. in *Giurisprudenza italiana*, 2024, p. 1190 e ss.

transizione), capaci di incidere sul contesto aziendale, e valutarne la capacità di influenzare la sostenibilità dei rendimenti e dei portafogli, ma deve anche essere in grado di orientare le scelte strategiche e le prospettive di sviluppo, in modo da assicurare la resilienza del modello di business.

Inoltre, in tutte le fasi della concessione del credito, occorre incorporare i fattori ESG e i rischi associati nella propensione al rischio di credito nelle politiche di gestione dei rischi e nelle procedure relative al rischio di credito: nella valutazione delle controparti in fase di concessione e nel processo di valutazione delle garanzie reali bisogna considerare l'impatto dei rischi climatici e ambientali, l'ubicazione geografica e le caratteristiche dell'immobile posto a garanzia.

Gli esempi sin qui condotti confermano che tutte le regole fissate in materia di sostenibilità servono a innovare gli assetti organizzativi, imponendo un'adeguatezza finalizzata al rispetto della sostenibilità, e che lo svolgimento dell'attività d'impresa deve orientarsi ad un modello di business sostenibile.

L'ulteriore considerazione da fare è se tali ragionamenti possano spingersi sino a ritenere che la sostenibilità abbia introdotto interessi diversi rispetto a quelli tradizionali.

La scelta di campo su tale quesito non è banale in quanto, se si dovesse ammettere che la sostenibilità abbia fatto emergere interessi e valori nuovi, conseguentemente, si dovrebbe constatare, da un lato, che le ragioni di alcuni soggetti che gravitano intorno all'attività d'impresa non abbiano - fino a questo momento - trovato adeguata tutela, dall'altro, che sia necessario trovare un bilanciamento/coordinamento tra interessi tradizionali e interessi nuovi.

3. Per rispondere a interrogativo occorre allargare l'ambito di indagine al

rapporto complesso tra interesse sociale e interessi degli *stakeholder*⁸, da un lato, e scopo di lucro e prospettiva *long term*, dall'altro, che sta alimentando un dibattito e registrando posizioni contrapposte⁹.

Non è questa la sede per ricostruire le ragioni sottese alle diverse posizioni interpretative, mentre diventa utile, per la nostra riflessione, porre l'attenzione sugli obiettivi che con la sostenibilità si intendono perseguire.

Sotto questo profilo è opportuno richiamare il Codice di *Corporate Governance* che definisce il successo sostenibile come l'“obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società”¹⁰ e stabilisce che l'organo di amministrazione “guida la società perseguendone il successo sostenibile”.

⁸ Secondo MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. It.*, 2024, p. 1195, l'interesse sociale sia una “composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli *stakeholder* in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza profit-oriented che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli *stakeholder*”. Sul tema cfr., pure, DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance: dagli investitori agli stakeholder*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 301; STELLA RICHTER JR., *Long termism*, in *Riv. Società*, 2021, p. 29, ss.; BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, p. 101 e ss.; BASSI, *La CSR doctrine di fronte ai creditori, stakeholders di prima istanza*, p. 175 e ss.; MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1353.

⁹ MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 ss.; ID., *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, Giuffrè, Milano, 2021, Sul rapporto tra istituzionalismo e contrattualismo, v. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it; COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 693 ss.; più di recente RICOLFI, *Istituzionalismo, contrattualismo, storia*, in *Studi in onore di Montalenti*, 2023, p. 46, ove ampi riferimenti bibliografici.

¹⁰ SIRI, *La sostenibilità dei codici di autodisciplina*, in AA.VV., *Governance e mercati*, Studi in onore Paolo Montalenti, a cura di Callegari, Cerrato, Desana, Torino, 2022, p. 328 e ss. evidenzia che solo sei codici di autodisciplina (Austria, Belgio, Croazia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna) indicano espressamente i fattori di CSR/sostenibilità nella formulazione dello scopo. Sul tema v. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, p. 340 e ss.

Da un punto di vista giuridico i fattori ESG diventano elementi costitutivi del paradigma imprenditoriale, come dimostrato dallo stesso art. 41 Cost. che, come si è detto, nel fissare il limite oltre il quale l'attività economica non può più svolgersi liberamente, fa riferimento anche all'ambiente¹¹.

L'art. 41 fissa i limiti negativi oltre i quali l'attività economica non può più svolgersi liberamente, contornando l'attività d'impresa dall'interno: l'iniziativa economica si può svolgere solo se non viola i limiti negativi previsti nel 2° comma, cioè non è possibile svolgere un'attività economica in contrasto con l'utilità sociale, la dignità umana, la libertà, la salute, la sicurezza, l'ambiente¹². Si tratta di regole che contornano l'attività d'impresa dall'interno, incidendo sulla organizzazione stessa dell'attività d'impresa, sulla previsione di adeguati assetti organizzativi, sulla individuazione di regole nello svolgimento dell'attività d'impresa che trovano la loro giustificazione proprio in considerazione della circostanza che non si tratti di vincoli esterni all'attività d'impresa.

Pertanto, la funzione che definisce una determinata attività di impresa deve contenere tutti gli elementi fissati dall'art. 41, ossia non deve svolgersi in contrasto con la dignità umana, la libertà, la salute, la sicurezza, l'ambiente.

¹¹ Per un commento sul nuovo art. 41 Cost. v. CERRATO e SARTORETTI, *Fattori ESG: profili costituzionali e riflessi applicativi diretti*, in *Giur. It.*, 2024, p. 1201; CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, p. 63 e ss.; LEMME, *Articolo 41 Cost. e sviluppo sostenibile: contrasto o concordanza?*, in *Gazzetta Ambiente*, 2007, p. 85; CASSETTI, *Salute e ambiente come limiti "prioritari" alla libertà di iniziativa economica?*, in *Federalismi.it*, 2021; DI PLINIO, *L'insostenibile evanescenza della costituzionalizzazione dell'ambiente*, in *Federalismi.it*, 2021.

¹² Sul punto, cfr. PERFETTI, *Diritti fondamentali e potere amministrativo: per una teoria giuridica del pubblico interesse*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2023, p. 87 e ss. il quale sostiene che i limiti negativi di cui al II comma sono previsti perché essi sono riassuntivi del regime delle pretese immediatamente fruibili dei diritti fondamentali. Secondo l'Autore "in quest'ambito non v'è intervento dei pubblici poteri, c'è solo la relazione tra diritti fondamentali e la loro *drittwirkung* (sicché non c'è libertà di avviare ed esercitare attività economica che possa danneggiare la salute, impedire l'istruzione, la comunicazione, l'informazione, la percezione del salario, etc.). L'utilità sociale – come limite negativo – corrisponde alla garanzia dei diritti fondamentali quanto alle pretese che non richiedono la messa a disposizione di mezzi (beni e servizi) per il loro godimento". Per una analisi compiuta delle diverse tesi sull'art. 41 cfr. PERFETTI, *Contributo ad una teoria dei pubblici servizi*, Padova, 2001, capitolo III.

Se, dunque, l'impresa è definita dalla sua funzione e se è vero che le scelte organizzative determinano il modo di svolgimento dell'attività e sono strumentali alla realizzazione di determinati fini¹³, il perseguimento del successo sostenibile che, ai sensi dell'art. 41, ciascuna iniziativa economica deve perseguire viene realizzato attraverso (nuove) regole organizzative, funzionali alla tutela costituzionale.

Si deve, a questo punto, verificare se emergono interessi ulteriori rispetto a quelli tradizionali.

Non v'è dubbio che le molteplici regole dettate sulla sostenibilità rappresentino un passo in avanti, in quanto obbligano le imprese a perseguire determinati obiettivi, ma servono – unicamente – a individuare il solco nel quale muoversi per rendere l'organizzazione imprenditoriale legittima.

Se, però, si guarda alla tutela degli interessi, si assiste non alla emersione di interessi nuovi e ulteriori rispetto a quelli tradizionalmente considerati, ma ad una ripermetrazione dell'interesse che lo svolgimento di un'attività economica deve perseguire.

È del tutto evidente che anche prima della modifica costituzionale l'iniziativa economica privata non avrebbe dovuto svolgersi in danno all'ambiente o attraverso l'approvvigionamento, nella propria filiera produttiva, da fornitori che, per esempio, non rispettavano le norme di tutela dei lavoratori.

L'allargamento agli interessi degli *stakeholder*, l'attenzione ai profili di *governance* interna, o la tutela dell'ambiente non importano l'individuazione – per la prima volta – di tali interessi, ma, appunto, una definizione del perimetro differente,

¹³MALTONI, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Torino, 2005, p. 406, sottolinea i soggetti privati tenuti al perseguimento di un interesse pubblico presentano delle deviazioni nei profili organizzativi rispetto al modello generale, con una consistente compressione della sfera dell'autonomia privata. Sul punto cfr. anche PELLIZZARI, *Soggetti privati che esercitano funzioni procedimentali: i rapporti con l'organizzazione amministrativa tra pubblico e privato*, in *Pubblico e privato. Oltre i confini dell'amministrazione tradizionale*, a cura di B. Marchetti, Padova, 2013, p. 151 ss.; TORRICELLI, *I contratti tra privati come strumenti di regolazione pubblica*, in *Pubblico e privato nell'organizzazione e nell'azione amministrativa. Problemi e prospettive*, a cura di G. Falcon, B. Marchetti Padova, 2013, p. 213 ss.

dettata da un cambiamento (normativo/ culturale / politico / economico) delle priorità.

Conseguentemente, il perseguimento della sostenibilità consente la realizzazione di un interesse sociale che non si esaurisce nell'interesse dei soci.

Diversi sono i riferimenti normativi che confermano tale impostazione.

Innanzitutto il nuovo diritto delle crisi di impresa che disciplina una molteplicità di istituti nei quali si assiste ad una chiara nuova prioritizzazione degli interessi: da una concezione soggettiva, afflittiva e sanzionatoria dell'imprenditore si passa, attraverso un'evoluzione culturale, ad un sistema che considera la difficoltà economica di un'impresa evento fisiologico, da non demonizzare e da gestire con strumenti preventivi che devono, in primo battuta, cercare di evitare fenomeni di crisi, in subordine essere in grado di intercettare, anticipatamente, segnali di pre-crisi, al fine di gestire per tempo le situazioni di difficoltà, evitando ulteriori aggravamenti¹⁴.

In questa nuova visione l'effetto punitivo nei confronti dell'imprenditore (rispetto al quale si avverte persino l'esigenza di un intervento lessicale, sostituendo alla parola "fallimento" quella di "liquidazione giudiziale"), da un lato, la tutela senza riserve dei creditori, dall'altro, non rappresentano più una priorità, in quanto si attribuisce una diversa scala di valori rispetto ad interessi – da sempre – presenti nell'attività d'impresa: emergono gli interessi della continuità dell'attività d'impresa,

¹⁴ IRRERA, *Il lungo, articolato e complesso cammino dal fallimento al diritto della crisi*, in *Dialoghi di Diritto e dell'Economia*, 2023, p.2, il quale ricorda come le legge fallimentare del 42 si caratterizza “per la totale (o quasi) assenza di considerazione della realtà dell’impresa in sé, a scapito dell’esigenza fortemente avvertita di riconoscere un’adeguata tutela del ceto creditorio”, in ragione della centralità assunta dal paradigma giuridico dell’obbligazione nel quale il fallimento costituisce l’estrema conseguenza dell’inadempimento generalizzato delle obbligazioni assunte dal debitore e il fallimento consente l’esecuzione coattiva di una serie di rapporti obbligatori rimasti insoddisfatti, attraverso la vendita forzata del patrimonio del debitore e la distribuzione del ricavato ai creditori. Sul nuovo codice della crisi la letteratura è vasta: cfr. *ex multis*, D’ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell’insolvenza*, Torino, 2022; TRISORIO LIUZZI, *Diritto della crisi d’impresa*, Bari, 2023; FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell’insolvenza*, Torino, 2022; NIGRO – VATTERMOLI, *Diritto della crisi e delle imprese*, Bologna, 2022.

dei lavoratori, dei fornitori di filiera, della salvaguardia del tessuto economico circostante.

A tali fini il codice della crisi appronta regole organizzative, sin dall'inizio dell'attività d'impresa, attraverso la previsione, richiamata dall'art. 2086 del codice civile, di istituire assetti organizzativi amministrativi e contabili adeguati, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale: dal momento costitutivo il legislatore considera rilevanti una pluralità di interessi che non si esauriscono nella persona dell'imprenditore e che, invece, includono tutti quei soggetti che, in maniera più esplicita, vengono menzionati negli istituti successivi: creditori, fornitori, ecc...

Ancora, nella fase di svolgimento dell'attività d'impresa, predilige accordi di composizione negoziata della crisi, al fine di tutelare la rapidità delle procedure e preservare l'attività imprenditoriale, relegando la liquidazione giudiziale a ipotesi residuale. Così come reinterpreta il principio della *par condicio creditorum*, prevedendo la suddivisione dei creditori in classi o la previsione di accordi di ristrutturazione che prevedono il coinvolgimento anche solo di alcuni creditori, ciò sempre con la finalità di una tutela di interessi più ampi, rispetto al rigido binomio imprenditore/creditore.

Dall'analisi del nuovo codice della crisi appare del tutto evidente che la presenza di una pluralità di interessi non rappresenta un elemento di novità all'interno della procedura: le ragioni dei fornitori, dei lavoratori, dei creditori, delle comunità locali sono sempre state ben presenti nella mente del legislatore, ciò che il codice della crisi ha il pregio di realizzare è di indicare - attraverso nuovi istituti e nuove regole organizzative - una loro espressa (e obbligatoria) tutela.

Stesso discorso è possibile fare per tutti gli aspetti che riguardano i fattori "social" e di "governance" che attengono al più ampio requisito della sostenibilità: i temi sulla parità di genere o i profili legati al *welfare* o al benessere dei lavoratori

sono tutti diritti costituzionalmente protetti, già presenti nel nostro ordinamento.

Le nuove disposizioni in materia di sostenibilità che impongono alle attività imprenditoriali di promuovere la parità di genere, di ridurre il *gender gap* e qualunque forma di discriminazione o di assicurare il benessere dei dipendenti, rappresentano regole organizzative, il cui mancato rispetto inciderà su quella attività imprenditoriale, vuoi per ragioni di carattere reputazionale, vuoi nei rapporti con l'erogazione del credito da parte delle banche, ma serviranno ad agevolare la tutela di interessi già riconosciuti nel nostro ordinamento, rendendoli vincolanti e considerandoli un elemento di forza per quell'attività imprenditoriale.

Cioè si tratta di regole nuove e/o esplicite e/o cogenti che i legislatori e i regolatori predispongono per tutelare interessi – non nuovi – già presenti nel nostro ordinamento e nello svolgimento dell'attività d'impresa, ma non adeguatamente e sufficientemente protetti, la cui tutela è stata sino a questo momento garantita da scelte puramente volontarie o etiche o per una responsabilità sociale imprenditoriale.

Lo stesso art. 41 Cost., nella sua originaria definizione, quando individuava il limite della utilità sociale, della sicurezza, libertà e dignità umana, conteneva già i profili relativi alla tutela dell'ambiente o alla non discriminazione; il riferimento espresso alla salute e alla tutela dell'ambiente ha solo la funzione di esplicitare il solco nel quale muoversi per rendere l'organizzazione legittima rispetto, però, alla tutela di interessi già esistenti nello svolgimento dell'attività d'impresa, anche prima della riforma della norma costituzionale.

4. La conclusione che deriva dalla condivisione di tali riflessioni è che il perseguimento della sostenibilità non porta a un mutamento degli interessi sottesi, nel senso che la sostenibilità non produce l'effetto di enucleare interessi nuovi rispetto a quelli già presenti nell'esercizio dell'attività d'impresa, ma solo delle sue regole organizzative, cioè, nello svolgimento dell'attività d'impresa, occorre

prevedere assetti organizzativi e nuove regole capaci di garantire una pluralità di interessi coinvolti dall'esercizio di una determinata attività d'impresa.

Tema ulteriore è se, a fronte di una ricalibrazione degli interessi, sia necessario procedere ad un bilanciamento tra gli stessi, perché si ritenga che gli interessi possano essere – in alcune ipotesi – tra loro confliggenti, creando una contrapposizione non solo tra interessi interni ed esterni all'attività d'impresa, ma anche tra i differenti interessi esterni all'impresa.

La questione, che ha coinvolto anche il profilo della compatibilità della sostenibilità con il perseguimento dello scopo di lucro, è stata oggetto di approfondimento da parte degli studiosi che, spesso, sono giunti a conclusioni diverse.

Vi sono coloro che criticano l'imposizione all'impresa di perseguire obiettivi «altri» dal profitto¹⁵, ritenendo che gli amministratori di una società non hanno l'obbligo giuridico di perseguire gli obiettivi di benessere sociale o ambientale o di sostenibilità o etica o di responsabilità sociale o di perseguimento o contemperamento di interessi di terzi quale fine autonomo dell'esercizio dell'impresa, se non nelle forme organizzative che lo consentono, essendo il profitto dei soci l'unico scopo fine della società.

Secondo altri interpreti occorre considerare gli interessi degli azionisti al lucro e gli interessi degli altri *stakeholder* per non pregiudicare il conseguimento del successo economico nel lungo periodo, diventando la sostenibilità l'oggetto di un dovere della

¹⁵ CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, cit., p. 67, il quale evidenzia che, con le disposizioni in materia di sostenibilità, “si affaccia prepotentemente un nuovo «credo», la cui parola d'ordine è che l'impresa (societaria, in primis se di grandi dimensioni, ma non solo), debba essere addirittura obbligata a perseguire obiettivi «altri» dal profitto, variamente declinati (senza pretesa di esaustività: di carattere sociale, culturale, ambientale, di sostenibilità, inclusione, formazione, cultura, di lotta a povertà, diseguaglianze, discriminazioni, etc., spesso riassunti con qualche semplificazione di troppo nell'acronimo ESG), superando lo schema classico del fine puramente lucrativo che – associato alla prospettiva di una gestione orientata al «breve termine» – viene in pratica demonizzato, come se fosse un male del nostro tempo da estirpare per assicurare un futuro al pianeta e al genere umano.

società e dei suoi amministratori¹⁶.

Una diversa lettura¹⁷ si interroga sulla opportunità di un graduale processo di coinvolgimento diretto di tutti gli *stakeholder*, di un potenziamento degli strumenti istituzionali che possono consentire a costoro di avere una incidenza sul processo decisionale dell'impresa e di bilanciare l'interesse preminente dei proprietari (*shareholder*), quindi lo scopo della massimizzazione del profitto, con il perseguimento dell'interesse extra proprietario dei soggetti che sono coinvolti dall'attività d'impresa (i cosiddetti *stakeholder*), cioè creditori, clienti, fornitori, comunità locali, comunità globale.

Altri¹⁸ sottolineano che l'esigenza di assegnare un rilievo a interessi esterni al gruppo dei soci richiede una ponderazione del contesto sociale e ambientale in cui la società opera, frutto di un punto di equilibrio fra fattori interni ed esterni all'impresa.

Il quadro complessivo che si delinea con le diverse letture appare composito, con posizioni spesso non uniformi e talvolta contraddittorie, ma non è questa la sede per una disamina delle ragioni sottese alle differenti interpretazioni.

Ai fini della nostra indagine, le riflessioni sin qui condotte già consentono di rispondere al quesito iniziale, ovvero in che termini la sostenibilità abbia contribuito ad innovare il paradigma imprenditoriale e a introdurre interessi nuovi.

Conclude Laura Ammannati nel saggio su *I nuovi paradigmi dell'impresa bancaria in epoca di transizione* che i cambiamenti in atto mettono in luce "le difficoltà di ridefinire l'"essenza" dell'attività delle banche. Questa constatazione ci riconduce a riflettere su che cosa sia oggi la banca e quale sia la sua natura specifica".

Attraverso l'indagine svolta è emerso come l'attività bancaria sia stata travolta

¹⁶ COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca Impresa Società*, 2023, p. 506, ritiene necessario "stabilire se la tutela degli interessi ambientali da parte della impresa societaria costituisca uno scopo per la società o piuttosto un vincolo, sullo stesso modello che l'ordinamento ha formalizzato per la tutela degli interessi dei creditori sociali" e conclude che risulta "confermato che la tutela dell'interesse alla ecosostenibilità può essere oggetto di obblighi o, al più, di oneri, per la società e non costituisce lo scopo per la società, che resta uno scopo di lucro".

¹⁷ DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance: dagli investitori agli stakeholder*, cit. p. 301 e ss.

¹⁸ ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, p. 7.

dalle nuove disposizioni in materia di sostenibilità che la costringono ad un riposizionamento e ad un cambiamento del proprio modello di business, anche in considerazione della emersione di rischi “eccentrici” oltre i tradizionali rischi finanziari¹⁹, ma, con le considerazioni sin qui illustrate, si è cercato di dimostrare che l’introduzione delle norme in materia di sostenibilità non ha portato né ad una integrazione di nuovi interessi pubblici, né ad un potenziale conflitto con quelli classici, non solo perché non c’è una contrapposizione tra interessi interni e esterni all’attività d’impresa, visto che – come si è detto – l’art. 41 fissa limiti negativi che contornano l’attività d’impresa dall’interno, ma anche perché il perseguimento di un comune interesse sociale – in una visione di medio - lungo termine – porta alla realizzazione di un interesse sociale che non si esaurisce nell’interesse dei soci, giacché contiene una pluralità di interessi.

Se poi si volge lo sguardo alla specificità dell’impresa bancaria che svolge la funzione di servizio pubblico e all’incrocio delle pretese e delle prestazioni che connotano la sua attività, in modo ancora più chiaro la contrapposizione tra interessi e la conseguente necessità di bilanciamento vengono superate dalla esigenza di perseguire un interesse comune che trova la sua composizione nella prospettiva dei diritti delle persone²⁰.

Rosa Calderazzi

*Professore associato di Diritto dell’economia
nell’Università degli Studi di Bari Aldo Moro*

¹⁹ AMMANNATI, *Dimensioni “eccentriche” dell’impresa bancaria nell’era della sostenibilità*, in *Riv. regol. merc.*, 2023, p. 2.

²⁰ Su tale prospettiva sia consentito il rinvio a CALDERAZZI, *La funzione organizzativa del capitale nell’impresa bancaria*, Torino, 2020; *La funzione di controllo nell’impresa bancaria*, Torino 2018.

**VALUE FOR MONEY, PRODUCT GOVERNANCE E OBBLIGO DI
ADEGUATEZZA NEL MERCATO ASSICURATIVO: UNO SGUARDO
D'INSIEME ***

(Value for money, product governance and adequacy obligation in the insurance market: an overall look)

ABSTRACT: *Il contributo esamina il canone del cosiddetto value for money, nel quadro più ampio degli obblighi a carico dell'operatore assicurativo professionale nella fase antecedente alla stipula del contratto. Considerando sia l'obbligo di adeguatezza sia i doveri esistenti nell'ambito della c.d. Product Oversight Governance, quali declinazioni di doveri precontrattuali di buona fede, particolare attenzione è posta al piano di rimedi. Un ultimo accenno è dedicato alla rilevanza sistematica del canone del value for money all'interno del dibattito relativo alla portata più o meno generale del principio di proporzionalità, ossia di equilibrio tra prestazioni contrattuali.*

This paper examines the canon of the so-called value for money, in the broader framework of the obligations for the professional insurance operator in the phase prior to the signing of the contract. Considering both the obligation of adequacy and the duties existing in the context of the so-called Product Oversight Governance, as declinations of pre-contractual duties of good faith, particular attention is paid to the remedial plan. A final mention is dedicated to the systematic relevance of the value for money canon within the debate relating to the more or less general scope of the principle of proportionality, i.e. of balance between contractual services.

SOMMARIO: 1. Oggetto dell'indagine. - 2. Il canone del value for money. - 3. Product governance e adeguatezza. - 3.1. L'attività valutativa nel processo di approvazione del prodotto. - 3.2. L'attività

* Contributo approvato dai revisori.

valutativa nel giudizio di adeguatezza. - 4. *Value for money* ed equilibrio contrattuale.

1. Il nucleo centrale del tema che si intende trattare riguarda la messa a fuoco degli effettivi connotati nonché della valenza sistematica assunta dal principio o, forse più esattamente, dal canone del *value for money*¹, ossia del rapporto qualità (o valore)-prezzo, affacciatosi nella regolamentazione del processo di approvazione dei prodotti assicurativi con particolare riguardo alle polizze *linked*.

Reputiamo però opportuno affrontare la questione nel contesto della cornice più ampia costituita dalla gamma di obblighi che sono posti a carico dell'operatore professionale assicurativo nella fase antecedente alla stipulazione del contratto, tenendo conto in particolare dell'obbligo di adeguatezza² – o, più precisamente, di “valutazione”³ – il quale, come è stato correttamente rilevato⁴, manifesta significativi aspetti di contiguità con il processo di approvazione del prodotto⁵. Del resto, poiché siamo persuasi che tanto l'obbligo di adeguatezza quanto i doveri nei quali si articola tale processo costituiscono, a loro volta, espressioni dei doveri precontrattuali di

¹ In tema, recentemente, LA FATA, *Il value for money nei prodotti assicurativi unit linked: tra rischio demografico effettivo e disciplina dei costi e delle commissioni dei fondi*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2023, p. 302 ss.; LO CONTE, *Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 239 ss.

² Sul tema si veda anzitutto IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, *passim*, ma spec. p. 24 ss.; ID., *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, p. 335 ss.

³ Questa maggior precisione terminologica si deve a BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, in *Trattato dir. civ. comm. Cicu-Messineo*, Milano, 2023, p. 451 ss., e tiene conto della circostanza che la legge fa riferimento a valutazioni non solo di “adeguatezza” [art. 183, comma 2 e 119-ter, comma 1, *sub a*), c. ass.] ma anche, più in generale, di “coerenza” [art. 119-ter, comma 2, c. ass.] da parte della controparte dell'assicurato a seguito della assunzione di informazioni da quest'ultimo. Per ragioni di comodità e di uniformità con il comune linguaggio, peraltro, nel prosieguo si continuerà a richiamare l'adeguatezza.

⁴ V. *infra* nt. 19.

⁵ Sul processo di approvazione del prodotto v., per adesso, LO CONTE, *La product oversight and governance nel diritto assicurativo (Evoluzione delle forme di tutela del cliente e regolazione del mercato)*, Milano, 2022, *passim*; BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione*, cit., p. 154 ss.; ID., *Governo del prodotto e conformazione dei contratti di assicurazione*, in *Ass.*, 2023, p. 411 ss.; CAMEDDA, *La product oversight and governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, p. 235 ss.; DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, *ivi*, 2021, p. 262 ss.

buona fede, non è possibile, nella trattazione del tema, non fare i conti, ancora una volta, anche con siffatto centrale, composito e costantemente discusso principio e/o clausola generale del diritto delle obbligazioni e dei contratti⁶.

Nihil novum sub sole dunque: alla base v'è il metodo consolidato e condivisibile, elegantemente rappresentato con la dicotomia "diritti primi e diritti secondi", tendente a calare gli istituti settoriali nel sistema generale del diritto privato, coltivando la prospettiva dell'osmosi tra le regole comuni – e, segnatamente, del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti (diritti primi) – e quelle che costituiscono la disciplina delle attività dei mercati regolamentati e, segnatamente, del mercato assicurativo (diritti secondi)⁷. Ciò non solo al fine di interpretare le norme settoriali alla luce delle regole generali ma anche – e, forse, soprattutto – di verificare se e come i diritti secondi contribuiscano alla rivisitazione e all'“aggiornamento” dei diritti primi e financo, in determinate ipotesi, presentino i requisiti necessari per assurgere al rango di questi: fuor di metafora, si tratta di stabilire in che termini sia consentito trarre dal settore assicurativo e dei mercati finanziari principi e regole che

⁶ Il principio è riassunto a nostro avviso nella maniera più limpida ed efficace, nel contesto della dottrina italiana, da C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, p. 209, secondo cui «il principio generale di correttezza ex art. 1175 c.c. impone ad entrambi i soggetti del rapporto obbligatorio il dovere di salvaguardare, nei limiti in cui ciò non implichi un apprezzabile sacrificio dei propri interessi, l'interesse patrimoniale generico della controparte del rapporto. Ciò a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere extracontrattuale del *neminem laedere*». Non riteniamo opportuno, in questa sede, indugiare con altri richiami della sterminata letteratura in materia, fatte salve, anche per i necessari e completi riferimenti, le belle pagine di DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti precontrattuali*, Padova, 2002, p. 342 ss. e l'imponente contributo di PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, spec. p. 147 ss. Per alcune notazioni sulla distinzione tra principio e clausola generale di buona fede, dalla quale riteniamo peraltro opportuno tenere al riparo, le nostre riflessioni v., recentemente, UDA, *La buona fede nell'esecuzione del contratto tra clausole e principi generali*, in *Liber Amicorum per Giuseppe Vettori*, Firenze, 2022 (in www.personamercato.it), p. 4255 ss., spec. p. 4260 s.

⁷ Sul punto, ampiamente, CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*³, Milano, 2006, p. 353 ss.; dello stesso A., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali (Il problema dell'autonomia delle normative di settore)*, Milano, 2008, p. 5 ss. il quale, tra l'altro, considera il settore assicurativo un vero e proprio terreno d'elezione per l'applicazione di questo criterio metodologico; in senso adesivo, tra gli altri, CORRIAS, *Esigenze di razionalizzazione e modello storico del codice civile*, in *Studi economico-giuridici (In memoria di Lino Salis)*, LVII, Torino, 2000, p. 405. In termini parzialmente critici, però, cfr. LIBERTINI, *Alla ricerca del "diritto privato generale" (Appunti per una discussione)*, in PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali*, cit., p. 265 ss., spec. 275 s.

assumano o possano assumere rilievo per la costruzione e/o la rivisitazione di categorie del diritto privato generale⁸.

Con riguardo al tema oggetto della nostra attenzione, ciò significa sforzarsi di capire in che relazione si pongono, con le regole generali di cui agli artt. 1175, 1176, 1337 e 1338 c.c., le diverse norme – di carattere primario e secondario – che assegnano, nella fase precontrattuale, alla controparte dell'assicurato obblighi informativi e di trasparenza da un lato e obblighi valutativi di governo del prodotto⁹ e di adeguatezza¹⁰ dall'altro¹¹.

È bene sottolineare da subito il rilievo pratico assunto dallo sviluppo di questo tema in particolar modo sul piano dei rimedi esperibili in caso di inosservanza dei menzionati doveri, la cui individuazione – considerato il silenzio della legislazione settoriale – dipenderà, appunto, dalla esatta messa a fuoco dei caratteri di tali regole di comportamento.

⁸ V. MAZZAMUTO, *Postfazione*, in PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali*, cit., p. 282 ss., spec. 284, secondo cui «La rilettura del diritto privato generale alla luce degli apporti normativi dei c.d. diritti secondi, potrebbe allora far scoprire che nel sistema esistono già le basi per affermare il vigore di nuovi istituti di parte generale». Nella stessa direzione, con specifico riguardo al rapporto tra diritto civile e diritto del lavoro, C. SCOGNAMIGLIO, *Il diritto civile e il diritto del lavoro*, in ROPPO e SIRENA (a cura di), *Il diritto civile e gli altri. Atti del Convegno. Roma, 2-3 dicembre 2011*, Milano, 2013, p. 7, osserva che «[...] il rapporto tra il diritto privato generale e il diritto del lavoro, riguardato come diritto secondo rispetto ad esso, non pone capo soltanto alla necessità di controllare “nell’ambito dei diritti secondi (gli) istituti giuridici e (le) categorie dogmatiche elaborati in seno al diritto primo”, ma si delinea nei termini di un rifluire verso il diritto primo delle questioni trattate all’interno del diritto secondo».

⁹ V., con riguardo al settore assicurativo, gli artt. 30 *decies*, 121 *bis* e 123 c. ass. e 4 ss. del regolamento IVASS n. 45/2020, nonché il regolamento delegato UE n. 2358/2017 della Commissione, e, con riguardo al mercato finanziario, gli artt. 21, commi 2 *bis* e 2 *ter*, TUF e 63 ss. Reg. int. (adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, con successive modifiche e integrazioni).

¹⁰ Per il mercato assicurativo v. gli artt. 183, comma 2, 119 *ter* (e 121 *septies* con riguardo specifico ai prodotti di investimento assicurativi, ove, come è noto, assume rilievo anche la valutazione di appropriatezza) c. ass., 58 (e 68 *novies* ss. con riguardo specifico ai prodotti di investimento assicurativi) del regolamento IVASS n. 40/2018 e, per il mercato finanziario, gli artt. 21, lett. *b*), del TUF, 39, commi 1 e 2, e 40 del Reg. int.

¹¹ Conforta che la stessa prospettiva sia stata seguita, tra gli altri, da MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato dir. civ. comm. Cicu-Messineo*, Milano, 2012, p. 549 ss., il quale conclude l'indagine sottolineando la profonda interferenza tra il diritto comune e il sistema del diritto dei mercati finanziari e segnatamente che «gli obblighi che nascono dai contratti mediante i quali si realizzano i servizi di investimento [...] appaiono nella massima parte come altrettante specificazioni del generale dovere di buona fede nella formazione del contratto o nella esecuzione dello stesso (artt. 1337 e 1375 c.c.)».

2. Una sommaria descrizione del *value for money* può essere ricavata da alcuni interventi dell'EIOPA che possiamo definire di *soft law*¹² – in quanto si tratta di atti da un lato non vincolanti e dall'altro che non esprimono delle indicazioni particolarmente compiute e/o dettagliate – i quali hanno richiamato tale canone nell'ambito della valutazione attinente alla *product governance* in ambito assicurativo e, precisamente, con riguardo alle polizze finanziarie.

Si tratta, fondamentalmente, del “*Supervisory Statement on assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*” del 30 novembre 2021¹³, riguardante la valutazione del rapporto qualità-prezzo nei prodotti assicurativi *Unit Linked*, delle successive raccomandazioni sulla metodologia del 31 ottobre 2022 (“*Methodology to assess value for money in the unit-linked market*”)¹⁴ e della pubblica consultazione (con scadenza 15 marzo 2024) sulla proposta di metodologia per la definizione di *benchmark* del 19 dicembre 2023 (“*Consultation paper on the Methodology of Value for Money Benchmarks*”)¹⁵, per valutare il *value for money* nello stesso contesto delle polizze finanziarie¹⁶.

Indicazioni più precise sul rapporto qualità-prezzo sono, però, contenute in una normazione secondaria di diritto interno¹⁷ e, segnatamente, nell'art. 8, comma 1, *sub a)*, del regolamento IVASS n. 45/2020, il quale stabilisce che, nell'ambito del

¹² Cfr., su tale tipologia di fonti, MARIANI, *Evoluzione e nuovo assetto del sistema di regolazione e vigilanza del mercato assicurativo in Italia tra diritto nazionale e diritto dell'unione europea*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2017, p. 365 ss.; STACCA, *A proposito di alcuni atti “flessibili” dell'IVASS: possibili implicazioni per imprese e consumatori*, in *Ass.*, 2017, p. 241 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Mercato assicurativo e tutela del cliente*, in LANDINI e RUGGIERI (a cura di), *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, Napoli, 2018, p. 107 ss.; CELATI, “Soft law” nella regolazione dei mercati finanziari e tutela giurisdizionale, in *Riv. regolaz. merc.*, 2020, p. 312 ss.

¹³ Consultabile in *eiopa.europa.eu*.

¹⁴ Anch'esso consultabile in *eiopa.europa.eu*.

¹⁵ Sempre consultabile in *eiopa.europa.eu*.

¹⁶ Il contenuto dei primi provvedimenti è efficacemente riassunto, tra gli altri, da BERTI DE MARINIS, *Governo del prodotto e conformazione*, cit., p. 429.

¹⁷ Non è inutile ricordare anche che nel regolamento delegato UE n. 2358/2017, che costituisce il testo più dettagliato sul processo di approvazione del prodotto, non è riscontrabile alcun riferimento al canone del *value for money*.

processo di approvazione del prodotto, i produttori debbono tener conto dei costi e degli oneri da applicare al prodotto assicurativo, accertando che «l'ammontare dei costi e degli oneri sia compatibile con le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche del mercato di riferimento e tale da costituire un adeguato valore per il cliente». È importante rimarcare che la normativa italiana prevede questo canone valutativo per tutti i prodotti assicurativi soggetti al processo di approvazione¹⁸ e non per le sole polizze *unit linked*, sulle quali si concentra maggiormente l'attenzione dell'Autorità di vigilanza europea.

Poiché, quindi, il rapporto qualità-prezzo costituisce uno degli elementi che l'impresa è tenuta a considerare per adempiere gli obblighi che le derivano dalla disciplina della *product governance*, appare senz'altro giustificato un cenno sugli aspetti generali di quest'ultima.

3. In proposito va condivisa, come già si è accennato, l'impostazione prevalente che ritiene alquanto collegate le regole di adeguatezza e di *product governance*, reputando, in particolare, che il processo nel quale si articola la seconda, si traduca in una sorta di valutazione di adeguatezza preventiva¹⁹, ossia di attività che la controparte del cliente deve effettuare prima di entrare in contatto con lo stesso, mediante un presidio organizzativo e un meccanismo di governo dell'impresa.

Tramite la valutazione della *product governance* le imprese produttrici debbono, cioè, controllare e assicurare che il prodotto sia compatibile, su un piano

¹⁸ E, quindi, con la sola esclusione delle assicurazioni dei grandi rischi, come stabilisce l'art. 121 *ter c.* ass. e l'art. 3, comma 5, del regolamento IVASS n. 45/2020.

¹⁹ In tal senso v., tra i tanti, RIMINI, *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico finanziario*, I, *Prodotti e intermediari*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, p. 419 s., e p. 438 ss., spec. 443, il quale osserva che l'adempimento degli obblighi di governo interno delle imprese di investimento, rappresenta una autentica «precondizione» per la corretta applicazione delle regole di adeguatezza e appropriatezza (p. 419 s.) e, ancora, «che gli obblighi di *governance* [...] si può dire che realizzino una sorta di adeguatezza anticipata» (p. 443); ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, 2022, p. 149, secondo cui si tratta di un sistema di controllo «che interviene, per così dire, a monte, nella stessa fase “genetica” del prodotto»; DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione*, cit., p. 265, nt. 12.

generale ed astratto, con un determinato *target* di clienti che rappresenta una data fascia di mercato²⁰. Successivamente, superato positivamente questo primo momento valutativo, occorrerà ulteriormente accertare che il prodotto risponda agli interessi specifici e concreti di ogni singolo cliente: ecco in cosa si concreta il giudizio di adeguatezza; due valutazioni diverse, dunque, una preventiva, generale e astratta, l'altra successiva, particolare, concreta e discrezionale.

Questa relazione di consequenzialità tra i due obblighi comportamentali non deve però indurre a ritenere che essi siano perfettamente sovrapponibili e che, quindi, la loro inosservanza conduca automaticamente alle medesime conseguenze sul piano dei rimedi contrattuali. Se è vero, infatti, che i comportamenti ai quali è tenuto un operatore professionale per adempiere entrambi gli obblighi si traducono, come si è anticipato e per le ragioni che si stanno per illustrare, in doveri precontrattuali riconducibili all'area della buona fede²¹, siamo anche persuasi che essi siano destinati a soddisfare interessi del cliente-assicurato non del tutto coincidenti.

3.1. In ordine ai caratteri degli obblighi di *product governance* occorre immediatamente precisare che la loro disciplina assume rilievo sotto due profili.

Il primo, di carattere strettamente organizzativo, attiene al piano degli assetti interni della società in rapporto alla responsabilità dell'organo amministrativo. L'impresa assicurativa deve, cioè, dotarsi di un assetto procedurale tale da consentire l'ingegnerizzazione dei prodotti rispondenti al *target* di una determinata fascia di clientela individuata (*target* positivo) e non proponibili viceversa ad altra fascia (*target* negativo); quindi, individuato il mercato di riferimento, deve analizzare i rischi

²⁰ Si parla anche di “mercato di riferimento”, il quale può essere inteso sia in senso positivo, ossia con riguardo alla categoria di clienti ai quali può essere destinato un certo prodotto, che in senso negativo, relativo cioè alla categoria alla quale esso non può essere destinato (v. art. 30 *decies*, comma 3, c. ass. e art. 64, commi 1 e 2, Reg. int.).

²¹ In tal senso con riguardo alla *product governance*, LO CONTE, *La product oversight*, cit., p. 302. Con riguardo all'adeguatezza, tra gli altri, MAGGIOLLO, *op. cit.*, p. 549 ss.

e prevedere una strategia di distribuzione coerente con lo stesso²². Il buon funzionamento del meccanismo di approvazione del prodotto incide, dunque, *in primis* sul piano interno dell'organizzazione societaria e riguarda la relazione tra l'organo amministrativo della società, ossia gli amministratori della stessa, e altri soggetti e funzioni che rientrano nel governo societario dell'impresa di assicurazione²³.

Da un altro punto di vista, che interessa maggiormente in questa sede, però, il procedimento di approvazione pertiene, a nostro avviso, al piano strettamente contrattuale²⁴, ossia al rapporto tra impresa e cliente. Terminata la fase di approvazione in senso stretto, v'è, infatti, un altro momento importante di estrinsecazione dell'obbligo, quello del monitoraggio e della revisione del prodotto, nel quale l'impresa – ai sensi dell'art. 9, comma 1, *sub a*) del regolamento IVASS n. 45/2020 – deve verificare la «correttezza delle valutazioni effettuate prima della commercializzazione del prodotto ai sensi degli articoli 7 ed 8». Riteniamo che il legislatore abbia voluto indicare, in termini pratici, anche tramite questa disposizione, che la stipulazione dei contratti con i singoli clienti deve essere preceduta da un controllo sul corretto svolgimento del processo di approvazione, dalla eventuale modifica, se necessario, del prodotto e, comunque, dalla astensione dalla messa in circolazione dello stesso – e quindi, *a fortiori*, dalla stipulazione di singoli contratti –

²² V., tra gli altri, BERTI DE MARINIS, *Governo del prodotto e conformazione*, cit., p. 414 ss.

²³ V., su siffatto talvolta complesso e articolato rapporto tra organo amministrativo e altri assetti interni, MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e product oversight and governance tra codice delle assicurazioni e regolamenti Ivass*, in CALLEGARI, CERRATO e DESANA (a cura di), *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, p. 1304 ss., spec. 1314 ss.; MARANO, *Le regole autarchiche sul governo e controllo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, p. 217 ss.; CAMEDDA, *op. cit.*, p. 244 ss.

²⁴ In tale direzione v. TROIANO, *La product governance*, in ID. e MOTRONI (a cura di), *La Mifid II (Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati)*, Padova, 2016, p. 224, il quale richiama in particolare l'art. 24 della Direttiva Mifid II, dal quale secondo l'A. potrebbe essere tratta l'indicazione che «l'assolvimento di tale obbligo [di *product governance*] trasporta nella vicenda relazionale con il singolo cliente il rispetto degli adempimenti organizzativi di cui si è fatto cenno in precedenza (*i.e.*, l'adeguata costruzione di un processo di approvazione del prodotto, l'effettiva osservanza del processo individuato)».

sinché non è avvenuto l'adeguamento.

Per essere ancora più espliciti, riteniamo che dal complesso delle regole di *product governance* sia desumibile non solo il profilo di rilevanza interna, ai sensi del quale l'assicuratore è tenuto, sotto la responsabilità ultima e finale dell'organo amministrativo dell'impresa (art. 5 del regolamento IVASS n. 45/2020), ad attuare il processo di approvazione del prodotto, secondo quanto previsto dalla legge, confezionando un contratto di assicurazione con determinate caratteristiche al fine di realizzare al meglio le esigenze di un dato segmento di clientela, ma anche, considerando adesso la fase esterna, a verificare, in qualità di contraente, se siffatto processo di approvazione è stato portato a termine compiutamente prima di proseguire ed eventualmente concludere la trattativa con ogni singolo assicurato. Sembrerebbe sussistere, in estrema sintesi, uno specifico obbligo precontrattuale – antecedente a quello di “adeguatezza” – di controllo del processo di valutazione ed, in caso del riscontro di irregolarità, di astensione dalla conclusione del contratto.

A ben vedere si tratta di una dinamica non dissimile da quella riscontrabile in caso di vendita di un bene materiale. È risaputo, infatti, che prima di concludere il contratto, il venditore ha il dovere di compiere le opportune verifiche sulla propria legittimazione a disporre e sullo stato materiale del bene che si appresta a trasferire; in definitiva, di accertare l'assenza di anomalie giuridiche e materiali²⁵. Qualora sussistano irregolarità di qualsiasi genere, il venditore medesimo è tenuto, se possibile, a rimediare alle stesse prima della conclusione del contratto e, qualora ciò non avvenga, ad astenersi dalla stipulazione. In caso di inadempimento o inesatto adempimento di quest'obbligo precontrattuale, il venditore soggiace, come è noto, ai rimedi previsti per i vizi e gli altri difetti materiali, l'evizione e le altre irregolarità giuridiche, ossia la risoluzione del contratto, la riduzione del prezzo ed il risarcimento dei danni.

²⁵ V., tra gli altri, recentemente, LUMINOSO, *La vendita*, II ed., in *Trattato dir. civ. comm.* Cicu-Messineo, Milano, 2022, p. 397 ss., spec. 412 s.; CORRIAS, *La natura della garanzia nella vendita (Una traiettoria di indagine)*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, p. 710 ss., spec. 731ss.

La simmetria è dunque agevolmente riscontrabile: così come nel contesto delle regole della *product governance*, qualora il procedimento di approvazione manifesti delle irregolarità (che conducono, ad esempio, alla non conformità con il mercato di riferimento), il contratto proposto al cliente (c.d. prodotto) risulterà privo di una qualità essenziale prevista dalla legge e l'incidenza di tale situazione nella sfera del cliente medesimo sarà riconducibile all'inosservanza di un preciso obbligo comportamentale dell'impresa produttrice e/o distributrice – consistente, come si è rilevato, nell'omissione o nell'insufficiente controllo del procedimento e nella mancata astensione dall'avanzare la proposta contrattuale e, a maggior ragione, dal concludere il contratto –, alla luce della disciplina della vendita, il trasferimento di un bene difettoso – privo, ad esempio, di una certificazione o di una attestazione prevista dalla legge²⁶ – impatterà nella sfera del compratore in ragione della condotta precontrattuale inadempiente del venditore, consistente nell'omesso controllo sul bene medesimo e/o nella mancata astensione dalla stipulazione.

È peraltro opportuno precisare che siffatto dovere comportamentale precontrattuale di controllo ed astensione dell'assicuratore, non diversamente da quello del venditore, pur essendo fondato sulla buona fede o, più esattamente, pur costituendo una specifica declinazione dell'obbligo di correttezza (artt. 1175 e 1337 c.c.), sembra più attiguo all'area della prestazione che a quello della protezione, nel senso che appare destinato a realizzare non tanto un interesse patrimoniale generico del futuro contraente-creditore, ma lo stesso interesse alla prestazione, in una fase precedente a quella nella quale questo verrà successivamente realizzato dalle situazioni soggettive nascenti dal contratto di assicurazione. Si tratta, più precisamente, di un obbligo strumentale e/o accessorio²⁷, destinato, già nella fase

²⁶ Sui caratteri di tali irregolarità. V. LUMINOSO, *Certificazione di qualità di prodotti e tutela del consumatore*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, p. 27 ss.; LIBERTINI, *La regolazione amministrativa del mercato*, in *Trattato dir. comm. dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, III, *L'azienda e il mercato*, Padova, 1979, p. 524 ss.

²⁷ Della stessa tipologia, per intendersi, dell'obbligo di custodia, incluso nella obbligazione di consegnare una cosa determinata (art. 1177 c.c.) o in quello di fornitura della materia al quale è tenuto

prenegoziale, a porre le basi per la completa successiva realizzazione dell'interesse patrimoniale specifico perseguito dal contratto, che si compendia nella erogazione all'assicurato del miglior servizio assicurativo possibile (il "miglior affare") secondo quanto previsto dalla legge.

Passando ai profili rimediali, iniziamo a rilevare che, in quanto idonea a pregiudicare la realizzazione dell'interesse principale dell'assicurato-contraente, anche l'inosservanza del menzionato dovere strumentale precontrattuale legittima l'esperimento degli ordinari rimedi contro l'inadempimento: sia quelli sinallagmatici, quali la risoluzione del contratto, l'eccezione di inadempimento e (se ritenuta ammissibile in via generale) la riduzione del corrispettivo, sia quello risarcitorio²⁸.

Del resto, non è oramai più in discussione la possibilità – sostenuta dalla dottrina più attenta²⁹ e, in tempi più recenti, consolidatasi nella giurisprudenza anche della Suprema Corte³⁰ – di esperire rimedi che presuppongono la stipulazione di

l'appaltatore (art. 1658 c.c.). Non è del resto in discussione che l'attività di custodia possa essere oggetto di un obbligo precontrattuale. V., per tutti, BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963, p. 39.

²⁸ In tal senso v. RIMINI, *op. cit.*, p. 452 s.; nella stessa direzione, sebbene in termini generali con riguardo all'inadempimento delle regole di condotta precontrattuali nell'ambito dei contratti del mercato finanziario, LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 144 s. ed, in senso adesivo, SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari (Disciplina e forme di tutela)*, Milano, 2004, p. 371.

²⁹ Si veda in proposito la pregevole ricostruzione di VISINTINI, *La reticenza nella formazione del contratto*, Padova, 1972, p. 75 ss., spec. p. 82 e p. 88, che ha il merito di anticipare e argomentare tale convinzione che si consoliderà molti anni dopo. In termini più generali, SACCO e DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato dir. civ.*, diretto da Sacco, Torino, 2004, t. 1, p. 621 ss., spec. 624, t. 2, p. 241 ss., spec. 244. Inoltre, tra i tanti, DE POLI, *op. cit.*, p. 345; SCODITTI, *Responsabilità precontrattuale e conclusione di contratto valido: l'area degli obblighi di informazione*, in *Foro it.*, 2009, I, 1, c. 441 s.; C. SCOGNAMIGLIO, *Ancora sul caso Cir-Fininvest: violazione dolosa della regola della buona fede nelle trattative, giudizio di ingiustizia del danno ed alternatività delle tutele di diritto civile*, in *Resp. civ. prev.*, 2012, p. 709, spec. 712; recentemente, anche per riferimenti, ALBANESE, *Errore e reticenza tra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Eur. dir. priv.*, 2023, p. 70 ss.

³⁰ L'incipit si deve alla nota Cass., sez. un., 18 settembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, c. 793 (p.to 1.6), secondo cui «la violazione [di norme di comportamento] tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto ove si traduca in una forma di non corretto adempimento del dovere generale di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul cliente». Inoltre cfr., tra le altre, Cass., 6 febbraio 2023, n. 3503; Cass., 14 febbraio 2022, n. 4715, in *Foro it.*, 2022, I, c. 1739 ss.; Cass., 23 marzo 2016, n. 5762; Cass., 8 ottobre 2008, n. 24795, in *Foro it.*, 2009, I, c. 440; Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, *ivi*, 2006, I, 1105.

contratti validi ed efficaci, anche a fronte dell'inosservanza di obblighi precontrattuali³¹. Si è, infatti, constatato che alcuni inadempimenti nella fase prenegoziale possono compromettere la corretta e integrale realizzazione dell'interesse perseguito tramite un contratto validamente concluso e, quindi, non soggetto all'annullamento per vizi della volontà³². Pertanto, è da ritenersi che in queste ipotesi non sarebbe giustificato – né incompatibile con il sistema – privare il contraente della tutela più idonea a realizzare i propri interessi, ossia il risarcimento dei pregiudizi derivanti dalla condotta precontrattuale della controparte ed anche la possibilità di risolvere il contratto³³.

Nonostante qualche opinione favorevole espressa con riguardo sia all'inosservanza dell'obbligo di adeguatezza³⁴ che a quello di *product governance*³⁵, riteniamo, invece, che non si possa giungere a dichiarare la nullità del contratto concluso in violazione di tali comportamenti, quantunque occorra riconoscere che

³¹ Riteniamo che all'autorevole opinione contraria di D'AMICO, espressa in numerosi scritti tra i quali *Responsabilità contrattuale anche in caso di contratto valido (L'isola che non c'è)*, in *Giust. civ.*, 2014, p. 197 ss., che nega l'esperibilità di rimedi contrattuali a fronte dell'inosservanza di regole comportamentali in fase precontrattuale, si sia opportunamente ed efficacemente replicato anche dagli autori menzionati alla nt. 29. V., in particolare, C. SCOGNAMIGLIO, *op. ult. cit.*, p. 711.

³² V., in particolare, BENATTI, *La culpa in contrahendo da Rudolf Jhering ai giorni nostri*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2021, p. 499, il quale afferma con chiarezza che «se nelle trattative si deve osservare un contegno leale, la violazione di tale dovere diventa rilevante anche quando è stato concluso un accordo valido. Quello che conta è l'inosservanza della buona fede nelle trattative e questo accade indipendentemente dal fatto che il contratto sia stipulato o meno, oppure sia valido o invalido».

³³ Con riguardo alla risoluzione v., in tale direzione, Trib. Perugia, 26 gennaio 2015, in <https://terni.unipg.it/ricerca/centro-studi-giuridici-sui-diritti-dei-consumatori/osservatorio-di-giurisprudenza>, secondo cui «L'inadempimento degli obblighi precontrattuali quali quelli informativi circa la natura e i rischi dell'operazione di investimento, nonché l'obbligo di valutare la propensione al rischio dell'investitore, non può assurgere a causa di nullità del contratto in quanto non espressamente previsto da alcuna norma, né può essere posto a fondamento di un'azione di annullabilità del contratto per errore poiché non attinente alla natura e l'oggetto del contratto. Tuttavia *una carente ed inadeguata informazione al cliente, a meno che di non scarsa importanza, può essere qualificata quale grave inadempimento contrattuale che comporta l'accoglimento della domanda di risoluzione del contratto e conseguente risarcimento del danno*» (enfasi aggiunta).

³⁴ V. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza*, cit., p. 486 ss., spec. 502; dello stesso A., *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, cit., p. 373 ss.

³⁵ V. LO CONTE, *La product oversight*, cit., p. 317 ss., p. 320 s. In via solo tendenziale, DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La Mifid II (Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati)*, cit., p. 159.

essi sono previsti da norme imperative. Persuade, infatti, in proposito la nota argomentazione della Suprema Corte, espressa anzitutto nella già richiamata sentenza delle Sezioni Unite del 2007, secondo cui, al di là di esplicite prese di posizione del legislatore, la violazione di regole di condotta e segnatamente di obblighi di buona fede – ancorché dette regole presentino senza dubbio un carattere imperativo –, non può determinare la nullità radicale del contratto, non essendo le stesse idonee ad incidere sulla struttura del medesimo³⁶. Ciò con l'importante precisazione, contenuta nella stessa decisione, che l'inosservanza delle suddette regole nella fase precontrattuale può però comunque riflettersi sulla sopravvivenza dell'atto, non solo legittimando, in presenza dei presupposti richiesti, l'annullamento dello stesso ma anche, come si è visto, la risoluzione del contratto per inadempimento.

In definitiva riteniamo, con molti altri, che la conclusione ai quali sono pervenuti i Giudici di legittimità da ultimo richiamati in ordine ai rimedi esperibili (e non esperibili) in caso di violazione di obblighi precontrattuali nell'ambito di un contratto concluso validamente, oltre che fondata su argomentazioni del tutto corrette dal punto di vista tecnico-giuridico, approdi ad un punto di mediazione assai equilibrato con riguardo agli interessi delle parti; in particolare, ponendosi nella prospettiva della tutela degli interessi del contraente debole del mercato finanziario, consenta la rimozione del contratto mediante lo scioglimento, senza però stravolgere il sistema della nullità concepito dal nostro legislatore e fondamentale legato alla struttura dell'atto.

3.2. Quanto appena osservato sul profilo rimediabile con riguardo agli obblighi di *product governance*, può in linea di massima essere esteso alla violazione della regola di adeguatezza sebbene con qualche modesto distinguo. Senza indugiare sui caratteri

³⁶ Cass., sez. un., 18 settembre 2007, n. 26724, cit., c. 793, seguita dalle altre sentenze citate alla nt. 30.

della stessa regola, oramai ampiamente considerata ed indagata³⁷, interessa in questa sede rimarcare che la sua osservanza si concreta in un comportamento dell'operatore professionale assicurativo nella fase finale della trattativa con il singolo assicurato. Il legislatore vuole, infatti, evitare che un contratto con determinate caratteristiche, seppure astrattamente coerente con le esigenze del mercato di riferimento al quale appartiene l'assicurando (e, quindi, con le regole della *product governance*), si riveli concretamente e soggettivamente inadeguato e, quindi, potenzialmente dannoso per lo stesso. Ciò sulla base di una valutazione dell'intermediario approfondita, personalizzata e assai discrezionale che tiene conto, sulla base delle informazioni ricevute dall'assicurando medesimo, delle sue effettive conoscenze ed esperienze, della sua situazione finanziaria e capacità di sostenere perdite e, infine, dei suoi obiettivi di investimento e di tolleranza al rischio.

A nostro avviso non vi sono dubbi, come più volte rilevato, che anche siffatta condotta costituisca una manifestazione, nella fase precontrattuale, degli obblighi di cui agli artt. 1175 e 1337 c.c.³⁸. Tuttavia, parrebbe di poter rilevare che il principio di correttezza e buona fede si manifesti, in tale ambito, in una prospettiva leggermente differente rispetto a quanto appena osservato in relazione alla *product governance*; segnatamente, abbracci maggiormente l'area della protezione rispetto a quella della prestazione.

Va, infatti, rilevato che sebbene assai vantaggioso sul piano astratto della realizzazione dell'interesse contrattuale e, quindi, idoneo a realizzare il miglior risultato possibile per il cliente, il contratto assicurativo, in mancanza di una attenta e corretta profilatura dell'assicurato da parte dall'intermediario sulla base della accurata elaborazione delle informazioni richieste e ricevute, potrebbe rivelarsi, in concreto, inadeguato in relazione a specifiche esigenze e caratteristiche dello stesso;

³⁷ Si veda, in aggiunta alla letteratura già citata (nt. 2), le belle pagine di MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 389 ss.; RIMINI, *op. cit.*, p. 430 ss.. Inoltre v. l'efficace sintesi di ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., p. 141 ss.

³⁸ Così, per tutti, MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 549 ss.

esigenze che però non sembrano riconducibili – almeno interamente – ad interessi tutelati dal contratto. Potrebbe, cioè, accadere che l’inosservanza o l’inesatta osservanza dell’obbligo di adeguatezza – e, quindi, una impostazione non “sartoriale” nel confezionamento del prodotto – potrebbe pregiudicare alcuni interessi patrimoniali dello stesso cliente estranei all’ambito prettamente contrattuale³⁹.

In definitiva, la valutazione altamente professionale, fortemente individualizzata e discrezionale dell’intermediario dovrebbe mirare ad evitare proprio questo: che, nella fase precontrattuale delle trattative, nel passaggio dalla prima valutazione generale ed astratta del prodotto per un dato segmento di clienti a quella individuale di quel prodotto in relazione a una specifica posizione, possano emergere delle ragioni – diverse dalla mera convenienza economica dell’affare – che sconsigliano la stipulazione del contratto o, comunque, inducono a rimodularne le condizioni.

Se così è, tuttavia, occorre prendere atto che, in questo caso, la condotta della controparte del cliente non si rivela propedeutica e strumentale alla realizzazione del “miglior affare” – come è invece emerso con riguardo alla condotta richiesta dall’obbligo di *product governance* – ma è soprattutto orientata a proteggere, sul piano complessivo, la sfera economica e, talvolta, anche personale del cliente rispetto a pregiudizi, certamente collegati alla stipulazione del contratto, ma non necessariamente attinenti alla *performance* contrattuale.

Sul piano rimediale questa sottile differenza tra le due condotte⁴⁰ non

³⁹ Si pensi, ricorrendo ad un esempio implicitamente suggerito da ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 141, con riguardo al mercato finanziario in senso stretto, alla inadeguata considerazione, nel contesto della complessiva operazione, dell’orizzonte temporale entro il quale l’investitore desidera conservare l’investimento. Ciò potrebbe comportare che una operazione anche vantaggiosissima per il cliente sotto il profilo della redditività nell’ambito del mercato di riferimento al quale appartiene, potrebbe pregiudicare altre esigenze di vita che richiedono la possibilità di recuperare con relativa facilità le risorse investite.

⁴⁰ Si sofferma sul raffronto tra la prima condotta richiesta dalle regole di *product governance* e quella successivamente richiesta dalle regole di adeguatezza, BERTI DE MARINIS, *L’impresa di assicurazione*, cit., p. 483 s., auspicando, opportunamente, un maggior coordinamento a livello legislativo tra le stesse.

dovrebbe condurre a conseguenze particolarmente significative. Come è stato correttamente osservato, invero, in entrambe le ipotesi dovrebbero trovare applicazione i comuni rimedi contrattuali anche a fronte della stipulazione di un contratto valido⁴¹. L'unico distinguo potrebbe riguardare una maggior cautela nella azionabilità per la violazione della regola di adeguatezza della risoluzione del contratto e degli altri rimedi sinallagmatici, la cui applicabilità in caso di inadempimento di obblighi riconducibili all'area della protezione – alla quale abbiamo, appunto, accostato l'obbligo di adeguatezza – va, a nostro avviso, considerata, già su un piano generale, meno sicura. Poiché, infatti, gli obblighi di mera protezione – diversamente da quanto vale per gli obblighi strumentali o accessori alla prestazione principale – non si pongono in relazione di corrispettività diretta con gli obblighi assunti dalla controparte, in caso di violazione dei primi, non sarebbe agevole riscontrare la rottura dell'equilibrio tra le prestazioni che dovrebbe, invece, legittimare i rimedi sinallagmatici, quali la risoluzione, l'eccezione di inadempimento e la riduzione del corrispettivo⁴². Peraltro esonera da ulteriori approfondimenti sul punto la tutt'altro che agevole individuazione della linea di demarcazione tra gli obblighi di mera protezione e quelli accessori e/o strumentali⁴³,

⁴¹ Si tratta della già ricordata e condivisibile posizione di RIMINI, *op. cit.*, p. 444 ss., spec. 452.

⁴² Deve però rilevarsi che secondo parte della dottrina anche la violazione di obblighi di protezione potrebbe legittimare la risoluzione del contratto, in quanto, pur non interessando direttamente il nesso tra le prestazioni contrattuali, potrebbe ugualmente rivelarsi idonea a determinare su un piano generale lo squilibrio della relazione contrattuale. Cfr., tra gli altri, CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur. Treccani*, XXI, Roma, 1991, p. 6; MENGONI, *La parte generale delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 510; BENATTI, *Doveri di protezione*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, VII, Torino, 1991, p. 225. Ancora diverso – nonché, a nostro avviso, del tutto condivisibile – è reputare che la violazione degli obblighi di protezione sia perseguibile, oltre che sul terreno del risarcimento, su quello della tutela specifica e, cioè, mediante l'azione di adempimento, in quanto è risaputo che quest'ultimo rimedio non ha natura sinallagmatica in senso stretto e, quindi, il suo esperimento non giustifica i dubbi appena rilevati con riguardo alla risoluzione. In tale direzione, DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna, 1988, p. 322 e, recentemente, IULIANI, *Obblighi strumentali e azione di adempimento*, Milano, 2018, p. 327 ss.

⁴³ Per l'illustrazione della problematica sia consentito un rinvio a CORRIAS, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, 2001, p. 158 ss.; p. 163 ss. Più, recentemente, anche per i necessari riferimenti, cfr. ORLANDI, *Responsabilità precontrattuale*, in *Enc. dir., I tematici*, I, *Contratto*, diretto da D'Amico, Milano, 2021, p. 1004; VENOSTA, *“Contatto*

derivante, in ultima analisi, dalla difficoltà di distinguere nettamente tutto ciò che all'interno del rapporto obbligatorio – da considerare, come ci è stato insegnato, come struttura complessa⁴⁴ – risulta diverso dall'obbligo primario di prestazione.

Quanto rilevato autorizza però a convenire sulla rilevanza davvero centrale assunta dal rimedio risarcitorio con riguardo alla violazione dell'obbligo di adeguatezza⁴⁵, osservando che lo stesso appare particolarmente idoneo a reagire alla violazione degli interessi patrimoniali generici che possono derivare dalla stipulazione di un contratto coerente con le esigenze del mercato di riferimento al quale appartiene ma non adeguato e, quindi, potenzialmente dannoso, a causa di alcune sue caratteristiche ed esigenze individuali.

4. Si è rilevato che il c.d. *value for money* configura uno dei canoni ai quali l'impresa deve attenersi nella fase di ingegnerizzazione del prodotto. In tal senso depone chiaramente il già ricordato art. 8 del regolamento IVASS n. 45/2020 che, accanto alla regola di pura trasparenza, contenuta nel comma 1, *sub b*) (la quale dispone che «la struttura dei costi e degli oneri sia adeguatamente trasparente per il mercato di riferimento, non occulti i costi e gli oneri e non risulti troppo complessa da comprendere»), prevede una ben più innovativa e rilevante regola di costruzione del prodotto, ai sensi della quale, come si è già osservato, occorre che «l'ammontare dei costi e degli oneri sia compatibile con le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche del mercato di riferimento, ivi compresi gli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità, e

sociale” e affidamento, Milano, 2021, p. 6 ss., spec. 18 ss.; PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, cit., p. 200 ss.; LAMBO, *Obblighi di protezione*, Padova, 2007, p. 114.

⁴⁴ MENGONI, *La parte generale*, cit., p. 509, secondo cui «l'obbligazione è ricostruita come una struttura complessa nella quale il nucleo primario costituito dall'obbligo di prestazione è integrato da una serie di obblighi accessori coordinati in un nesso funzionale unitario. L'aspetto più interessante di questa evoluzione è rappresentato dalla teoria degli “obblighi di protezione”, che ha esteso la tutela del rapporto obbligatorio, e quindi il regime della responsabilità contrattuale, all'interesse di entrambe le parti a preservare la propria persona e i propri beni dal rischio specifico di danno creato dalla particolare relazione che si instaura tra i due soggetti». ID., *Responsabilità contrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, p. 1073.

⁴⁵ Così, condivisibilmente, RIMINI, *op. cit.*, p. 446.

tale da consentire un adeguato valore per il cliente».

Questa disposizione è particolarmente significativa, in quanto consente di mettere bene a fuoco, almeno su un piano concettuale ed astratto, l'essenza del canone valutativo in questione⁴⁶. Il legislatore secondario, infatti, richiede che la parte di premio (c.d. caricamento), costituente per l'assicurato "costi" e "oneri", diversa da quella (c.d. premio puro) destinata, mediante le riserve tecniche, alla copertura del rischio (nei contratti assicurativi veri e propri) o all'investimento (nei contratti finanziari stipulati dall'impresa di assicurazioni)⁴⁷, deve essere comunque adeguata al "valore" del contratto, ossia ai vantaggi che l'assicurato ricava dallo stesso. In termini sintetici, quantunque approssimativi, possiamo dire che viene richiesta esplicitamente una corrispondenza tra i guadagni dell'impresa, ossia la porzione di prestazione dell'assicurato volta a remunerare il servizio ricevuto, e la qualità di tale servizio, ossia la copertura del rischio (nei contratti assicurativi) e la gestione delle risorse raccolte (nei contratti finanziari).

Tale indicazione assume un significativo rilievo sistematico, in quanto, all'interno di una valutazione complessiva fondata, come si è rilevato, sulla buona fede, il legislatore questa volta interviene direttamente anche sull'equilibrio economico del contratto richiedendo, appunto, che vi sia una proporzione tra le prestazioni delle parti, ossia tra "prezzo" pagato e "valore" del servizio erogato. Si

⁴⁶ Non è inutile avvertire che l'attuazione concreta di tale canone da parte delle imprese ha peraltro già presentato criticità prontamente riscontrate dall'IVASS. V., in proposito, il Documento di consultazione n. 8/2023 recante "*Schema di lettera al mercato in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi (c.d. POG) – aspettative dell'istituto*", consultabile sul sito istituzionale dell'Autorità, ove si osserva che «le analisi per la determinazione e misurazione del valore del prodotto per il cliente (*value for money*), [sono] risultate sovente carenti sotto il profilo dell'ottica del cliente, sia perché basate sul confronto del prodotto con prodotti simili delle imprese concorrenti senza alcuna determinazione del valore del prodotto di per sé, sia perché comprensive di valutazioni tese a verificare la sostenibilità del prodotto e la sua redditività solo dal lato dell'impresa».

⁴⁷ Sulla composizione del premio assicurativo e sulla sua destinazione sulla base delle regole tecniche assicurative v., in luogo di altri, VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, p. 27 ss.; DE LUCA, *Diritto ed economia delle assicurazioni*, Bologna, 2022, p. 141 ss.

tratta, evidentemente, di un notevole cambio di passo⁴⁸ rispetto all'impianto generale della tutela del c.d. contraente debole – valevole, in mancanza di specifiche diverse indicazioni, anche nell'ambito del mercato finanziario – dove invece, come è ben noto, viene generalmente attribuita rilevanza al solo squilibrio normativo – ossia relativo ai diritti e agli obblighi delle parti (art. 33 c. cons.) – e non a quello economico al quale, in virtù dell'art. 34, comma 2, c. cons., il contratto tra professionista e consumatore dovrebbe rimanere insensibile.

Come è evidente la questione rifluisce nel dibattito, sempre acceso, relativo alla individuazione della portata, più o meno generale, del principio di proporzionalità – *i.e.* dell'equilibrio tra le prestazioni contrattuali – nel nostro ordinamento e, quindi, della risposta che giunge, in relazione alle situazioni di sperequazione economica, sia dal diritto comune che dalla normativa consumeristica; ricordando che, sul punto, si rinvengono opinioni diverse e talvolta opposte: all'orientamento secondo cui vi sarebbero, allo stato, i presupposti per affermare una tendenza del sistema verso l'equità dello scambio ed il giusto contratto⁴⁹, si contrappone l'impostazione, di matrice tradizionale, secondo cui il contratto è giusto in quanto risulta il frutto del libero e consapevole esercizio dell'autonomia delle parti, le quali sono le uniche competenti a determinare la misura per ciascuna conveniente dell'una o dell'altra prestazione⁵⁰.

⁴⁸ Opportunamente segnalato anche da BERTI DE MARINIS, *Governo del prodotto e conformazione*, cit., p. 427 s.

⁴⁹ Cfr., tra gli altri, anzitutto, P. PERLINGIERI, "Controllo" e "conformazione" degli atti di autonomia negoziale, in *Scritti in onore di Vito Rizzo (Persona, mercato e rapporti di consumo)*, II, Napoli, 2017, p. 1646 ss.; ID., *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, p. 334 ss. Inoltre LIPARI, *Intorno alla «giustizia del contratto»*, Napoli, 2016, p. 235 ss., spec. 245 (il quale richiama, in proposito, anche il pensiero di Leonardo Coviello); dello stesso A., *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013, p. 155 ss., spec. 164 s.; VOLPE, *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004, p. 88 ss., p. 184 ss.; PENNASILICO, *Le categorie del diritto civile tra metodo e storia (A proposito del libro di Nicola Lipari)*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1252 s.; dello stesso A., «Ménages à trois»: la correzione giudiziale dei contratti, in *Rass. dir. civ.*, 2016, p. 179 ss., spec. 205 ss.

⁵⁰ V., tra gli altri, CATAUDELLA, *L'uso abusivo dei principi*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 753 ss.; dello stesso A., *La giustizia del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2008, p. 625 ss.; SCHLESINGER, *L'autonomia privata ed i suoi limiti*, in *Giur. it.*, 1999, p. 230 s.; GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede*

Ebbene, non potendo evidentemente neppure sfiorare in questa sede siffatto centrale argomento della teoria generale del contratto⁵¹, ci limitiamo a mettere in evidenza l'apporto fornito dal legislatore secondario del settore assicurativo in occasione della regolamentazione del fenomeno che ci occupa: nello specificare i canoni sulla base dei quali deve avvenire il procedimento di approvazione del prodotto compare un "elemento"⁵² che evoca una valutazione sull'equilibrio contrattuale; dunque un ulteriore tassello normativo – o, se si preferisce, un "diritto secondo" – da aggiungere a quelli già indicati da coloro che sostengono la valenza generale del principio di proporzionalità⁵³.

Paoloefisio Corrias

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Cagliari*

del contraente forte, in *Contr. impr.*, 1997, p. 421; PERFETTI, *L'ingiustizia del contratto*, Milano, 2005, p. 313 ss., spec. 331 ss.; D'ANGELO, *Il contratto in generale*, IV, *La buona fede*, in *Trattato dir. priv.*, diretto da Bessone, XIII, Torino, 2004, p. 255 ss., spec. 259.

⁵¹ Sia consentito, in proposito, di rinviare alle osservazioni già svolte dal sottoscritto in *Giustizia contrattuale e poteri conformativi del giudice*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, p. 348 ss., spec. 364 ss. e, soprattutto, anche per riferimenti più recenti, agli approfonditi contributi di D'AMICO, *Giustizia contrattuale*, in *Enc. dir.*, I tematici, I, *Contratto*, cit., p. 583 ss.; CAMARDI, *Rescissione (squilibrio contrattuale)*, *ibidem*, p. 974 ss.

⁵² Rifacendoci testualmente al lessico utilizzato dal primo comma dell'art. 8 del regolamento IVASS n. 45/2020.

⁵³ Per il richiamo e il commento delle disposizioni, disseminate in varie regioni del nostro ordinamento, che condurrebbero ad affermare la valenza generale del principio v., ancora, CORRIAS, *op. ult. cit.*, p. 359 ss.

SPUNTI PER LO SVILUPPO DI UN MERCATO DEI CAPITALI EUROPEO RIVOLTO AGLI INVESTITORI RETAIL *

(The development of a european capital market for retail investors)

ABSTRACT: *Il lavoro tiene conto del pacchetto normativo pubblicato dalla Commissione il 24 maggio 2023 che implementa la strategia di investimento al dettaglio. La proposta incide su vari ambiti della regolamentazione del mercato dei capitali dell'UE, affrontando molteplici questioni per migliorare la protezione, favorire lo sviluppo e incoraggiare un maggiore coinvolgimento degli investitori al dettaglio. Lo stato attuale della legislazione dell'UE rivela diversi ambiti di miglioramento, che non comportano necessariamente la necessità di una legislazione aggiuntiva o nuova. Sono invece necessari interventi significativi per semplificare, consolidare e persino snellire il panorama legislativo, rendendolo più coerente, meno frammentato e, in definitiva, più efficace. Le proposte avanzate dalla CE nell'ambito della strategia di investimento al dettaglio forniscono quindi un terreno fertile per le discussioni iniziali. Tuttavia, si possono prendere in considerazione ulteriori e più ambiziose misure per rendere l'Unione dei mercati dei capitali (UMC) più attraente, accessibile e sicura per gli investitori al dettaglio.*

On May 24, 2023, the European Commission (EC) released a regulatory package implementing the Retail Investment Strategy. This strategy aims to boost the participation of retail investors in financial markets, ultimately striving to "enhance the EU's safety for citizens' long-term investments." The proposal impacts various areas of EU capital market regulation, tackling multiple issues to enhance protection, foster development, and encourage greater involvement of retail investors. The current state of EU legislation reveals several areas for improvement, which do not

* Contributo approvato dai revisori.

necessarily lead to the need for additional or new legislation. Instead, significant interventions are necessary to simplify, consolidate, and even streamline the legislative landscape, making it more coherent, less fragmented, and ultimately more effective. The proposals put forth by the EC under the Retail Investment Strategy thus provide a fertile ground for initial discussions. However, further and more ambitious measures can be considered to make the Capital Markets Union (CMU) more appealing, accessible, and secure for retail investors.

1. Il 24 maggio 2023 la Commissione Europea (CE) ha pubblicato un pacchetto normativo relativo all'attuazione della c.d. *Retail Investment Strategy*, la strategia per gli investimenti al dettaglio finalizzata a incrementare la partecipazione degli investitori al dettaglio (c.d. *retail*) ai mercati finanziari, basata sull'obiettivo del Piano d'azione della *Capital Markets Union* (CMU) avente l'obiettivo di *“rendere l'UE un luogo ancora più sicuro per gli investimenti a lungo termine dei cittadini”*.

Detto pacchetto comprende (i) una Direttiva che modifica le norme contenute nella Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (c.d. MiFID II), nella Direttiva sulla Distribuzione Assicurativa (c.d. IDD), nella Direttiva sugli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (c.d. OICVM), nella Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (c.d. AIFMD) e nella Direttiva Solvency II¹ (di seguito, la *“Proposta di Direttiva Omnibus”*); nonché (ii) una proposta di regolamento che modifica il regolamento sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs), con l'obiettivo di migliorare il regime giuridico dei PRIIPs, adattando le informazioni all'ambiente digitale e alle questioni di sostenibilità e fornendo ulteriore chiarezza sull'ambito di applicazione degli

¹ CE, 2023, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di protezione degli investitori al dettaglio* (2023/0167 (COD)), disponibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/230524-proposal-omnibus-directive_en.pdf.

stessi, in particolare per quanto riguarda le norme sul documento contenente le informazioni chiave (*key information document* o *KID*)². La Proposta di Direttiva Omnibus elabora e amplia l'ambito di applicazione di molte norme volte a incrementare la protezione degli investitori al dettaglio nel mercato dell'UE, ciò sulla base di un lungo e approfondito periodo di analisi e di una completa valutazione d'impatto.

In tale contesto, il presente documento analizza una serie di questioni, molte delle quali sono appunto trattate dalla Proposta di Direttiva Omnibus, relative proprio allo sviluppo di un mercato degli investimenti al dettaglio nell'UE.

Nel presente testo si tiene, inoltre, conto anche del perimetro della legislazione finanziaria dell'UE attualmente vigente, mentre non si prende in considerazione l'eventuale e potenziale estensione futura della legislazione finanziarie vigente ad attività che attualmente non rientrano nel suo campo di applicazione.

Come recentemente sottolineato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)³, vi è un rischio crescente che gli investitori, o potenziali investitori possano investire in prodotti percepiti come simili a un investimento finanziario tra cui, a titolo esemplificativo, pietre e metalli preziosi o cripto-asset non inclusi nell'ambito di applicazione del Regolamento sui mercati dei cripto-asset (MiCA), senza tuttavia sapere che detti investimenti non sono affatto regolamentati, o lo sono solo parzialmente. Trattasi di una questione estremamente rilevante, che la strategia dell'UE riferita alla CMU dovrebbe, nel prossimo futuro, affrontare in modo equilibrato, anche in considerazione della sua interazione con le norme generali (e già vigenti) sulla protezione dei consumatori.

² CE, 2023, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda la modernizzazione del documento contenente le informazioni chiave* (2023/0166 (COD)), disponibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/230524-proposal-priips-regulation_en.pdf.

³ ESMA, Dichiarazione del 25 maggio 2023, ESMA35-36-2813, "L'ESMA evidenzia i rischi derivanti dalla fornitura di prodotti e/o servizi non regolamentati da parte delle imprese di investimento".

2. Allo stato attuale, l'obiettivo principale della CMU⁴ è in ogni caso lo sviluppo di un mercato Europeo dei capitali riferito, in particolare, agli investitori al dettaglio⁵.

Le proposte ivi contenute - finalizzate dalla CE il 24 maggio 2023 – riguardano, nello specifico, una serie di elementi, tra cui: (i) il possibile nuovo approccio normativo nei confronti degli incentivi; (ii) il rafforzamento delle norme che affrontano la digitalizzazione dei mercati dei capitali e la necessità di migliorare la protezione e la fiducia degli investitori; (iii) l'opportunità di migliorare l'integrazione intersettoriale per affrontare i disallineamenti legislativi tra le norme sull'informativa, nonché la qualità e il contenuto delle stesse; (iv) la necessità di migliorare le norme sulla mappatura dei prodotti; (v) la (possibile) rivalutazione dell'attuale classificazione dei clienti professionali e al dettaglio; (vi) la necessità di migliorare l'alfabetizzazione finanziaria.

Ognuno di questi argomenti è considerato un'area potenzialmente utile in cui sviluppare strategie per promuovere e rafforzare l'attuazione della *Retail Investment Strategy* nell'ambito della più ampia strategia della CMU.

Tra le azioni intraprese finora per l'attuazione della *Retail Investment Strategy*, la CE ha anzitutto raccolto la consulenza tecnica dell'ESMA⁶ e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)⁷,

⁴ CE, 2020a, Comunicazione su un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese - Nuovo piano d'azione (COM/2020/590), Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, disponibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2020%30590%3AFIN>.

⁵ Cfr. CE, 2021, *Roadmap for a Retail Investment Strategy* (Ref. Ares(2021)2651854, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, disponibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-EU-strategy-for-retail-investors_en.

⁶ ESMA, 2022, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection* (ESMA35-42-1227), disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf.

⁷ EIOPA, 2022, *Final Report on Technical Advice to the European Commission regarding certain aspects relating to retail investor protection* (EIOPA-BoS-22/244), disponibile all'indirizzo:

discussa nelle rispettive relazioni finali pubblicate il 29 aprile 2022. In particolare, entrambi pareri tecnici si sono concentrate sulle macro-questioni della trasparenza, della digitalizzazione e del miglioramento del processo di vendita.

In relazione a tali questioni, la CE ha richiesto la stesura di un rapporto, che è stato quindi redatto da Kantar Public, in collaborazione con Milieu e con il Centre for European Public Studies - CEPS (di seguito, la “Relazione”)⁸. La Relazione, pubblicata il 2 agosto 2022, è intitolata “*Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors*” e contiene elementi molto significativi, alcuni dei quali verranno approfonditi nel corso del presente testo.

In breve, per quanto riguarda l’informativa e la trasparenza, la Relazione evidenzia diverse carenze - riconosciute anche dalla CE nella Proposta di Direttiva Omnibus - del regime attuale, che consistono essenzialmente in:

- (i) eccessiva complessità dei modelli di vendita;
- (ii) inadeguatezza della tempistica di fornitura dell’informativa precontrattuale;
- (iii) insufficiente ricorso ai formati digitali; e
- (iv) mancanza di chiarezza, eccessiva complessità e insufficiente comparabilità delle informazioni tra prodotti e servizi diversi.

Considerando il tema molto dibattuto degli incentivi e della consulenza sugli investimenti, la Relazione ritiene che:

- (i) le attuali norme sulla divulgazione degli incentivi non sono direttamente rilevanti per le scelte dei consumatori⁹;

<https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/05/Final-Report-Technical-advice-on-Retail-Investor-Protection.pdf>.

⁸ Uličná, D., Vincze, M., Mosoreanu, M. et al., 2023, *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study - Final report*, Ufficio delle pubblicazioni dell’Unione europea, Lussemburgo, disponibile all’indirizzo: <https://data.europa.eu/doi/10.2874/459190>.

⁹ Relazione, pagg. 22-23.

(ii) i consumatori tendono a seguire i consigli che ricevono anche quando questi sono errato o inadeguati, e lo fanno nonostante i diversi tipi di avvertenze/disposizioni¹⁰; e

(iii) l'introduzione delle norme sulla consulenza indipendente ai sensi della MiFID II non sembra aver aumentato la consulenza indipendente¹¹.

Infine, la Relazione fa una panoramica sulle valutazioni di adeguatezza e osserva che:

(i) la rilevanza della valutazione diminuisce se effettuata tardivamente nel corso del rapporto, in quanto vi è una chiara tendenza del mercato ad effettuare lo *screening* del profilo del cliente in prossimità del momento della stipula del contratto, rispetto alla fase iniziale ed embrionale di instaurazione del rapporto¹².

(ii) esiste una grande varietà tra la profondità e la tempistica della valutazione dell'idoneità¹³; e

(iii) è complesso raggiungere un livello soddisfacente di costo-efficacia del processo di *screening*.

Sulla base della Relazione, nonché dopo aver ricevuto gli studi commissionati e le risposte delle consultazioni pubbliche, il 24 maggio 2023 la CE ha dunque adottato il già citato pacchetto normativo di investimenti al dettaglio.

3. L'attuale livello di coinvolgimento e partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari è attualmente piuttosto basso. Secondo i risultati della Relazione, poco più di un quarto (28%) della popolazione di cittadini nei 10 Paesi coperti dall'indagine¹⁴ ha già investito in prodotti finanziari, mentre un altro

¹⁰ Relazione, pag. 25.

¹¹ Relazione, pag. 24.

¹² Relazione, pag. 29 e pag. 326.

¹³ Relazione, pag. 30.

¹⁴ Svezia, Finlandia, Italia, Spagna, Germania, Francia, Paesi Bassi, Romania, Polonia e Grecia.

quarto degli intervistati sta cercando attivamente di investire (11%) o è interessato a investire i propri risparmi (14%). Tuttavia, quasi un quarto degli intervistati (23%) non è interessato a fare investimenti finanziari, pur avendo dei risparmi. Per questo segmento, la Relazione conclude che sarebbero necessarie nuove misure per incrementare la partecipazione ai mercati finanziari, ciò in quanto le attuali misure raggiungono solo la popolazione che sta già cercando di investire e sta già in qualche modo approcciando i mercati finanziari¹⁵.

Come emergerà nel seguito, è difficile non essere d'accordo con questa affermazione.

Le misure per aumentare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari possono certamente beneficiare di alcuni insegnamenti tratti da altre giurisdizioni - in particolare dagli Stati Uniti - e comprendono, tra l'altro, ulteriori stimoli per migliorare l'educazione finanziaria, attraverso la drastica semplificazione e chiarificazione dei documenti informativi, nonché la modernizzazione delle norme e la divulgazione delle stesse in contesti digitali.

Anche se il confronto con altri sistemi può essere difficile, in quanto influenzato da profonde differenze nel contesto socio-economico, queste e altre misure saranno trattate nei paragrafi seguenti.

4. Gli incentivi sono una delle principali aree in cui la legislazione dell'UE ha introdotto nel tempo un'ampia regolamentazione, e anche una di quelle in cui il dibattito attuale è maggiormente vivace e articolato.

Il tema degli incentivi è apparso per la prima volta nel contesto della direttiva MiFID del 2004¹⁶. Già all'epoca¹⁷, la questione di come considerare e,

¹⁵ Relazione, pag. 10.

¹⁶ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145 del 30.4.2004, pagg. 0001 - 0044).

¹⁷ Il tema degli incentivi è stato ampiamente analizzato in letteratura. Si veda, *ex multis*, Palazzo, G.,

eventualmente, regolamentare specificamente gli incentivi non era del tutto nuova, poiché gli incentivi potevano in parte essere considerati come rientranti nell'ambito di applicazione delle norme sui conflitti di interesse.

Dopo la MiFID I, le norme sugli incentivi sono state ampliate e rafforzate dalla MiFID II. Nell'attuale dibattito sugli incentivi, a volte si sottovaluta il fatto che la regola fondamentale stabilita dall'articolo 24(9) della MiFID II è che gli incentivi sono *vietati* a meno che non rientrino in una delle eccezioni previste dalla direttiva.

Le preoccupazioni sull'ampio uso degli incentivi ruotano essenzialmente attorno alla protezione degli investitori: le critiche alle pratiche di incentivazione di solito sottolineano il fatto che i distributori alla ricerca di una remunerazione più favorevole potrebbero trascurare i migliori interessi dei clienti e l'adeguatezza dei prodotti, dando luogo a prodotti di investimento di bassa qualità, all'addebito di costi indebiti, a una cattiva allocazione degli *asset*, alla fornitura di consigli di investimento distorti e persino alla vendita scorretta¹⁸.

Sebbene gli incentivi siano previsti come regime di eccezione dalla MiFID II, nei mercati dei servizi di investimento sono ancora una realtà esistente e considerevole in parti significative del mercato dell'UE, il che indica essenzialmente che il mercato considera gli incentivi come un elemento strutturale che in sostanza

Rethel, L., 2008, *Conflicts of Interest in Financial Intermediation*, *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, Iss. 1, p. 193 e seguenti, disponibile all'indirizzo: <https://www.jstor.org/stable/25482205>; Casey, J.P., Lannoo, K., *The MiFID Revolution*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009, pp. 115-116. Si veda anche Papaconstantinou, A.G., 2016, *The Regime of Inducements in MiFID II and the Member States' Struggle for Fairness*, *European Review of Contract Law*, 2016, Vol. 12, Iss. 4, p. 356 ss, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3299630>; Kumpan, C. Grütze, R., *Chapter II: Condizioni operative per le imprese di investimento*, in Lehman, M. Kumpan, C. (a cura di), *European Financial Services Law: Commento articolo per articolo*, Beck-Hart-Nomos. Baden-Baden, 2019.

¹⁸ Cfr. Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J., Mayer, C., Payne, J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2016, a 239; Hackenthal, A., Inderst, R., Meyer, S., 2010, *Trading on Advice*, CEPR Discussion Paper No. DP8091, disponibile all'indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/paperscfm?abstract_id=1701777; Perrone, A., *Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, *Banca borsa e titoli di credito*, Vol. 69, Iss. 2, p. 129 e segg., a 137; Lannoo, K., Casey, J.P., *The MiFID Revolution*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009, p. 115. Per una discussione negli Stati Uniti, si veda Krug, A.K., 2018, *Investors' Paradox*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, Iss. 2, p. 245 ss.

è in linea con gli *standard* di mercato¹⁹.

I principi introdotti nel contesto dei servizi di investimento sono stati adottati anche in altri settori della legislazione UE, in particolare nella distribuzione di prodotti assicurativi. In effetti, nel mercato assicurativo gli incentivi sono sempre stati ampiamente utilizzati e gli *standard* della MiFID sono stati ripresi in questo ambito dalla IDD. Tuttavia, le regole sugli incentivi stabilite dalla IDD non sono esattamente simili a quelle della MiFID II, in quanto si traducono in un regime relativamente più permissivo, sebbene ispirato a principi generali comuni. In particolare, la IDD si basa sul cosiddetto test dell'“impatto dannoso”²⁰.

Di recente, la discussione si è quindi incentrata su una possibile revisione dell'attuale regime, compresa l'introduzione di un divieto assoluto di incentivi. Nel contesto della revisione della MiFID II e del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR), gli emendamenti relativi al divieto di pagamento di incentivi sono stati presi in considerazione dalla Commissione europea²¹ e sono oggetto di discussione da parte dei membri del Parlamento europeo (MEP)²². Queste posizioni hanno suscitato un volume molto elevato di commenti e hanno anche attirato critiche massicce, che dimostrano chiaramente la delicatezza di questo tema.

Un'argomentazione comunemente avanzata da distributori e produttori è

¹⁹ Lo studio mostra che, sebbene in linea di principio vietati, gli incentivi vengono applicati nel 40% dei casi, nella misura in cui le informazioni vengono divulgate. Gli incentivi sono in media dello 0,7% all'anno, ovvero il 45% dei costi correnti addebitati all'investitore al dettaglio, rendendo tali prodotti più costosi del 25%. Non vi sono prove di un possibile calo degli incentivi.

²⁰ Articolo 8, paragrafo 2, secondo comma del regolamento delegato IDD.

²¹ Si veda, ad esempio, l'intervento di apertura del Commissario McGuinness al dialogo strutturato con la Commissione ECON del Parlamento europeo del 24 gennaio 2023, disponibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_23_328. Si veda anche la relazione sulla valutazione d'impatto che accompagna la proposta di direttiva Omnibus della CE: CE, 2023, Relazione sulla valutazione d'impatto (COM(2023) 278-279 definitivo).

²² Hübner, D.M., 2022, *Emendamenti 314-465, Progetto di relazione, che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un nastro consolidato, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per l'inoltro degli ordini dei clienti - Proposta di regolamento*, Commissione per i problemi economici e monetari, Parlamento europeo, Lussemburgo, disponibile all'indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-AM-737442_EN.pdf.

che un divieto totale di incentivi provocherebbe una carenza di consulenza perché la maggior parte dei consumatori non è disposta a pagare per la consulenza²³. Questo argomento suggerisce che il divieto comporterebbe una minore partecipazione degli investitori al dettaglio al mercato e livelli di investimento più bassi.

Le esperienze del Regno Unito²⁴ e dei Paesi Bassi²⁵ suggeriscono che l'accesso alla consulenza è effettivamente diminuito una volta vietati gli incentivi. Ciò ha portato a un aumento dei servizi di sola esecuzione e a prodotti meno complessi, con una conseguente diminuzione dei costi per gli investitori al dettaglio²⁶. Inoltre, in entrambe le giurisdizioni, il divieto di incentivi non si è tradotto in una riduzione degli investimenti²⁷. Nonostante questi risultati, la letteratura e le parti interessate hanno espresso l'opinione che un divieto totale degli incentivi possa danneggiare la libera iniziativa del mercato e influire sui meccanismi di formazione dei prezzi, soprattutto negli Stati membri in cui questa pratica è profondamente radicata nella cultura e nel funzionamento dei mercati nazionali²⁸.

Nell'ambito della Proposta di Direttiva Omnibus, la CE ha infine deciso di non includere nella sua proposta legislativa un divieto totale di incentivi. Ha invece proposto un approccio graduale (da rivedere in futuro), che consente agli operatori di adeguare i propri sistemi di distribuzione nel tempo. Le misure immediate

²³ Cfr. Relazione, pag. 292.

²⁴ McMeel, G., 2013, *The Retail Distribution Review and the Ban on Commission Payments to Financial Intermediaries*, Saint John's Law Review, Vol. 87, Iss. 2, pp. 595 ss.; Papaconstantinou, A.G., 2016, *The Regime of Inducements in MiFID II and the Member States' Struggle for Fairness*, European Review of Contract Law, 2016, Vol. 12, Iss. 4, p. 356 ss.

²⁵ Cherednychenko, O.O., 2014, *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, European Review of Contract Law, Vol. 10, Iss. 3, pag. 390 e segg., a 401; Silverentand, L., Sprecher, J., Simons, L., Inducements, in Busch, D., Ferrarini, G. (eds.), *Regulation of the EU financial markets - MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

²⁶ Cfr. Relazione, pagg. 25-26 e pagg. 292 e segg.

²⁷ Cfr. Relazione, pag. 298.

²⁸ Si veda, *ex multis*, Insurance Europe, dicembre 2022, *Position on inducements (COB-DIS-22-171)*, disponibile all'indirizzo: <https://insuranceeurope.eu/publications/2799/position-on-inducements%20>.

proposte comprendono (i) il divieto di pagamento di incentivi in ambienti di sola esecuzione in cui non viene fornita alcuna consulenza; (ii) il rafforzamento del principio del “miglior interesse del cliente” applicato sia nella MiFID II che nella IDD; e (iii) il miglioramento dell’informativa al cliente in merito al pagamento di incentivi, compresa una semplice spiegazione degli incentivi.

In base alla proposta di cui sopra, tre anni dopo la data di entrata in vigore della direttiva modificata, la CE, dopo aver consultato l’ESMA e l’EIOPA, valuterà gli effetti delle nuove norme sugli incentivi sugli investitori al dettaglio e valuterà se sia necessario estendere il divieto di incentivi.

Considerando l’attuale dibattito, spesso indebitamente polarizzato sulla discussione “inducement yes/no”, sembrano esserci due aree da riconsiderare attentamente. La prima riguarda le norme sostanziali sugli incentivi; la seconda riguarda la divulgazione.

a) Regole sostanziali.

Per quanto riguarda l’attuale stesura delle norme sostanziali sugli incentivi e il modo in cui potrebbero essere migliorate, anche con l’introduzione del nuovo *test* proposto dalla CE, l’impressione che si ha è che la discussione sia in qualche modo fuori fuoco. Piuttosto che concentrarsi semplicemente sulle alternative tra consentire o vietare gli incentivi, ciò che la legislazione dovrebbe garantire in ultima analisi è che gli investitori siano in grado di comprendere e valutare efficacemente se, in un determinato contesto o in una determinata transazione, venga loro fornito o meno un qualche tipo di “supporto” per le loro decisioni di investimento e, in tal caso, in cosa consista effettivamente questo supporto.

A questo proposito, occorre innanzitutto adottare una definizione ampia di consulenza in materia di investimenti, più ampia e articolata rispetto all’attuale definizione di consulenza prevista dalla MiFID II. La definizione piuttosto rigida e tecnica di consulenza in materia di investimenti fornita dalla MiFID, associata alle norme sugli incentivi, non è sufficiente a coprire quelle situazioni in cui un

investitore riceve un qualche tipo di sostegno o viene indirizzato nelle sue decisioni di investimento, senza che gli venga effettivamente offerta una raccomandazione di investimento specifica e adeguata, come definito (in modo restrittivo) dalla MiFID II.

Il regime sugli incentivi dovrebbe prendere in considerazione diversi tipi di “consulenza”, il che porta, allo stesso tempo, a livelli potenzialmente diversi di remunerazione per il servizio fornito. La percezione dualistica della consulenza e degli incentivi all’investimento deve quindi essere sostituita da una nozione più ampia e da una gamma di possibili servizi forniti ai clienti. A questo proposito, anche l’assistenza post-vendita dovrebbe continuare a essere presa in considerazione nel *test* di valorizzazione.

Un’altra area potenziale da affrontare è la fornitura di “accesso a un’ampia gamma di strumenti finanziari adeguati”. Si tratta del secondo parametro dell’attuale *test* di rafforzamento ai sensi della MiFID II, che non è legato all’effettiva prestazione di consulenza in materia di investimenti. Come già ricordato in precedenza, si tratta di un’alternativa alla consulenza in materia di investimenti in relazione al *test* di rafforzamento²⁹. Sebbene la logica di questa norma sia comprensibile, essa presenta almeno due difetti: da un lato, è poco chiara, in quanto esistono diversi modi di intendere la nozione di “ampia gamma”, il che comporta diversi livelli di servizi forniti agli investitori e diversi livelli di protezione.

b) Il regime di divulgazione degli incentivi.

Una seconda area di miglioramento riguarda la divulgazione. L’efficacia dell’informativa sugli incentivi ai clienti dovrebbe essere migliorata. Recenti indagini hanno dimostrato che la maggior parte degli investitori non comprende il concetto di incentivi e si preoccupa principalmente dei costi complessivi del prodotto piuttosto che dei costi associati agli incentivi³⁰. I sondaggi indicano che gli investitori

²⁹ Si veda l’articolo 11, paragrafo 2, lettera a), punto i) della direttiva delegata (UE) 2017/593.

³⁰ Cfr. Relazione, pag. 22.

non comprendono il concetto di incentivi³¹ e i documenti informativi raramente fanno riferimento esplicito agli incentivi³². I clienti, infatti, spesso danno per scontato che la consulenza sia gratuita e non sono nemmeno consapevoli dei conflitti di interesse potenzialmente emergenti in fase di prestazione del servizio di consulenza³³. La divulgazione degli incentivi, quindi, dovrebbe essere profondamente ridisegnata per raggiungere gli obiettivi fondamentali delle norme sugli incentivi: rendere i consumatori effettivamente consapevoli dei costi e dei prezzi. Le regole di divulgazione dovrebbero anche considerare la necessità di facilitare la comparabilità tra i diversi prodotti e servizi.

Per quanto riguarda le suddette proposte della CE sugli incentivi nella Proposta di Direttiva Omnibus, sembra esserci l'intenzione di regolamentare direttamente i meccanismi di formazione dei prezzi, ritenendo che *“alcuni prodotti di investimento al dettaglio presenti sul mercato incorporino ancora costi ingiustificatamente elevati e/o non offrano valore agli investitori al dettaglio”*³⁴.

Un approccio di questo tipo rischia tuttavia di non affrontare il problema reale degli investitori al dettaglio rispetto agli incentivi, come abbiamo cercato di illustrare sopra, in quanto pone un accento eccessivo sui costi. Invece di intervenire direttamente nella struttura dei prezzi del mercato e di ricorrere a nozioni come “costi elevati” - che possono essere ampie e variabili, causando incertezza giuridica e imprecisioni - la legislazione dovrebbe concentrarsi sulla garanzia che gli investitori al dettaglio comprendano adeguatamente i prodotti e i servizi offerti, consentendo loro di decidere ragionevolmente se prendere o meno una determinata decisione di investimento. Esiste anche il rischio potenziale che

³¹ Cfr. Relazione, pagg. 248-249.

³² Cfr. Relazione, pag. 262: *“I documenti informativi analizzati raramente contengono informazioni esplicite sugli incentivi. È necessario cercare le informazioni sugli incentivi in altri tipi di documenti e anche lì queste informazioni non sono fornite in modo chiaro e diretto. Inoltre, gli incentivi spesso non vengono rivelati durante le conversazioni con i clienti, come è stato osservato durante l'esercizio di mystery shopping”*.

³³ Si veda, ad esempio, Relazione, pag. 295.

³⁴ Cfr. CE, Proposta di Direttiva Omnibus, pagg. 6-7.

l'approccio della CE porti il mercato a orientarsi verso un *benchmark* o uno *standard* comune, soffocando l'innovazione finanziaria: il *benchmarking* rispetto a un unico parametro/*test* potrebbe portare a un'indebita rigidità del mercato.

In definitiva, guardare ai costi *di per sé* non è sufficiente: i costi sono strettamente legati alla natura, alle caratteristiche e ai profili di rischio/rendimento degli investimenti e, senza una maggiore chiarezza sulla classificazione e sulla mappatura dei prodotti (questione che la proposta della CE non prende adeguatamente in considerazione, tranne - probabilmente - per i "*prodotti ad alto rischio*"), queste proposte non sembrano affrontare adeguatamente il vero problema.

Digitalizzazione

La digitalizzazione può offrire diversi vantaggi ai mercati e agli investitori. Un primo vantaggio offerto dalla maggiore digitalizzazione del mercato finanziario risiede nella velocità e nell'efficienza dei servizi forniti, con una potenziale riduzione dei costi. Una quota maggiore di popolazione può quindi beneficiare di un accesso più economico ai servizi e ai prodotti finanziari. Inoltre, la digitalizzazione favorisce una trasformazione dei meccanismi di creazione del valore per il cliente, consentendo l'emergere di nuovi attori e, soprattutto, una partecipazione più diretta e più forte dei clienti stessi al mercato finanziario³⁵.

Tuttavia, la digitalizzazione crea anche nuovi rischi per i consumatori e gli investitori³⁶. Oltre ai rischi ben noti, come quelli operativi e di *cybersecurity*, che rappresentano una minaccia non solo per i mercati dei capitali, ma piuttosto per

³⁵ Lähteenmäki, I., Nätti, S., Saraniemi, S., 2022, *Digitalization-enabled evolution of customer value creation: An executive view in financial services*, Journal of Business Research, Vol. 146, 504 ss, disponibile all'indirizzo: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296322003320/pdf>.

³⁶ Si veda, tra gli altri, Barefoot, J.A., 2020, *Digital Technology Risks for Finance: Dangers Embedded in Fintech and Regtech*, Harvard Kennedy School M-RCBG Associate Working Paper Series No. 151, disponibile all'indirizzo: https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/AWP_151_final.pdf.

l'intero sistema finanziario, un ulteriore rischio derivante dalla digitalizzazione riguarda in particolare gli investitori al dettaglio. Esso deriva dalla cosiddetta "gamification" delle attività di investimento e di *trading* attraverso le piattaforme online³⁷. In sostanza, la *gamification* è la pratica di inserire elementi di gioco in contesti non di gioco per incoraggiare il coinvolgimento con un prodotto o un servizio³⁸. È una tecnica che è stata impiegata in diversi contesti, tra cui l'istruzione e la sanità, e che ora viene adottata nei mercati finanziari.

La relazione finale dell'ESMA sulla protezione degli investitori al dettaglio³⁹ esamina i rischi e i benefici delle tecniche di *gamification*⁴⁰. In particolare, la *gamification* può spingere gli investitori ad adottare scelte di investimento più aggressive, può indurre la negoziazione di prodotti complessi o ad alto rischio da parte di investitori inesperti e può incoraggiare comportamenti dannosi⁴¹.

Nella letteratura prevalente e fiorente sull'argomento si discutono diversi aspetti della digitalizzazione⁴².

³⁷ Cfr. CFA Institute, 2022, *Fun and Games: Investment Gamification and Implications for Capital Markets*, disponibile all'indirizzo: <https://www.cfainstitute.org/en/research/industry-research/investment-gamification-implications>. Si veda anche Ljungkvist, H., Moore, M., 2022, *Gamification and its effect on investor behaviour: a qualitative study investigating the gamified trading platform Avanza*, Umea School of Business Economics and Statistics, disponibile all'indirizzo: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1676541/FULLTEXT01.pdf>.

³⁸ Si veda, *ex multis*, Huotari, K., Hamari, J., ottobre 2012, *Defining Gamification-A Service Marketing Perspective*, MindTrek '12: Proceeding of the 16th International Academic MindTrek Conference, pp. 17-22, disponibile all'indirizzo: <https://dl.acm.org/doi/10.1145/2393132.2393137>.

³⁹ ESMA, 2022, *Relazione finale sul mandato della Commissione europea su alcuni aspetti relativi alla protezione degli investitori al dettaglio*, pag. 41 e seguenti, disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf.

⁴⁰ Un esempio di come la gamification sia strettamente legata alla finanza digitale si trova negli scambi di cripto-asset. cfr. Jones, H., maggio 2023, *Crypto should be regulated as gambling, UK lawmakers say*, Reuters, Londra, disponibile all'indirizzo: <https://www.reuters.com/technology/crypto-should-be-regulated-gambling-uk-lawmakers-say-2023-05-16/>.

⁴¹ Si vedano, *ex multis*, Weinmann, M., Schneider, C., Vom Brocke, J., 2016, *Digital Nudging, Business & Information Systems Engineering*, Vol. 58, p. 433 ss.; Özdemir, S., 2020, *Digital Nudges and Dark Patterns: The Angels and the Archfiends of Digital Communication*, Digital Scholarship in the Humanities, Vol. 35, Iss. 2, p. 417 e segg.; Chapkovski, P., Khapko, M., Zoican, M., 2021, *Does Gamified Trading Stimulate Risk Taking?*, Swedish House of Finance Research Paper No. 21-25, disponibile su SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3971868.

⁴² Si veda, *ex multis*, Zetsche, D.A., Arner, D.W., Buckley, R.P., 2019, *Fintech for Financial Inclusion: A Framework for Digital Financial Transformation*, UNSW Law Research paper No. 18-

Un elemento pionieristico potrebbe essere l'introduzione di un nuovo *test* di "adeguatezza digitale", utile a migliorare direttamente il livello di protezione degli investitori al dettaglio nel contesto digitale, prima che essi abbiano effettivamente accesso ai servizi e alle piattaforme digitali (in particolare, quelli che possono indurre processi di *gamification*). Questo *test* mirerebbe a valutare la conoscenza e la consapevolezza che l'investitore ha in relazione al contesto finanziario digitale, ai suoi strumenti di base e alle sue dinamiche, e sarebbe richiesto prima che l'investitore sia autorizzato a interagire con gli strumenti finanziari digitali. A seconda del tipo di piattaforma o servizio a cui si accede, il *test* dovrebbe concentrarsi su aspetti diversi. Ad esempio, in relazione all'utilizzo di *robo-advisory*, all'investitore dovrebbe essere richiesto almeno di dimostrare di aver compreso che il servizio viene fornito attraverso sistemi automatizzati, con un intervento umano minimo o nullo, e di essere a conoscenza delle funzioni di base degli algoritmi a tale riguardo. In relazione alle piattaforme di *trading* elettronico, l'investitore deve possedere conoscenze sufficienti per capire come funziona l'immissione degli ordini e quali sono gli elementi fondamentali del sito web/interfaccia che utilizzerebbe. I protocolli automatici o semi-automatici potrebbero essere utilizzati per attivare un *test* di idoneità digitale per gli utenti che desiderano investire in contesti digitali.

Gli utenti che non superano tale valutazione ricevono un avviso pop-up che li scoraggia dall'accedere a determinate categorie di prodotti, oppure viene loro vietato di concludere la transazione. In questo caso, gli utenti riceverebbero la

87, disponibile su SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245287; Zetzshe, D.A., Arner, D.W., Buckley, R.P., 2020, *Decentralized Finance*, Journal of Financial Regulation, Vol. 6, Iss. 2, p. 172 ss.; Schär, F., 2021, *Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-based Financial Markets*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 103, No. 2, p. 153 ss; Brummer, C. (a cura di), *Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford University Press, Oxford, 2019; Kanungo, R.P., Gupta, S., 2021, *Financial inclusion through digitalisation of services for well-being*, Technological Forecasting and Social Change, Vol. 167, 120721; Arner, D.W., Buckley, R.P., Charamba, K., Sergeev, A., Zetzshe, D.A., 2021, *Governing FinTech 4.0: BigTech, Platform Finance and Sustainable Development*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 27, Iss. 1, p. 1 ss.; Arner, D.W., Castellano, G.G., Selga, E., 2022, *Financial Data Governance: The Datafication of Finance, the Rise of Open Banking and the End of the Data Centralization Paradigm*, EBI Working Paper Series No. 117, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4040604>.

raccomandazione di rivolgersi a forme di consulenza sugli investimenti più adatte a loro, per poter effettuare in sicurezza alcuni tipi di operazioni particolarmente complesse o rischiose. Naturalmente, in entrambi i casi queste indicazioni dovrebbero essere formulate con messaggi di facile comprensione per gli investitori al dettaglio non sofisticati.

Anche i casi sempre più frequenti di *influencer* digitali che pubblicizzano apertamente prodotti finanziari sui *social media* o che raccomandano determinati prodotti o strategie nelle *chat* (collettivamente o individualmente) richiedono attenzione.

In tal senso, le misure qui proposte integrano i suggerimenti contenuti nella Proposta di Direttiva Omnibus. Quest'ultima introduce l'obbligo per le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi che distribuiscono prodotti di investimento basati sulle assicurazioni di spiegare lo scopo delle valutazioni ai clienti e ai committenti in modo chiaro e semplice e di ottenere dai clienti e dai committenti tutte le informazioni pertinenti che possono essere necessarie e proporzionate per consentire ai clienti le opportune valutazioni. La proposta chiarisce che gli investitori al dettaglio devono essere informati, tramite avvisi standardizzati, delle conseguenze sulla qualità della valutazione laddove non vengano fornite informazioni accurate e complete. Tuttavia, come illustrato nei paragrafi precedenti, le norme sul *test* di adeguatezza rivisto per gli ambienti digitali dovrebbero essere più severe per proteggere meglio gli interessi degli investitori al dettaglio.

5. Il diritto finanziario dell'UE si basa su un approccio settoriale, chiaramente identificabile nei tre settori tradizionali che identificano ampiamente i mercati finanziari: banche, mercati dei capitali e assicurazioni/fondi pensione. Ciascun settore ha un proprio *corpus* normativo, inserito in "pacchetti" (direttiva sui

requisiti patrimoniali (CRD), MiFID, UCITSD-AIFMD, Solvency/IDD, ecc.)⁴³. Ciò si riflette a livello istituzionale in tre autorità dell'UE (l'Autorità bancaria europea (EBA), l'ESMA e l'EIOPA) che svolgono una gamma sempre più ampia di funzioni di regolamentazione e di vigilanza (solo per l'ESMA, al momento).

Ciò crea il rischio di una frammentazione normativa, che può essere dannosa per il raggiungimento di una ragionevole parità di condizioni per la protezione degli investitori (soprattutto al dettaglio). Come chiaramente dimostrato da studi avanzati in questo settore, l'armonizzazione intersettoriale è fondamentale per rendere la protezione degli investitori più efficiente, coerente ed efficace nell'UE. In questo contesto, le differenze tecniche nell'applicazione di norme simili tra i diversi settori spesso sovraccaricano lo stato attuale della legislazione finanziaria dell'UE, il più delle volte con un valore aggiunto minimo o nullo⁴⁴.

In primo luogo, è necessaria una panoramica completa della legislazione attualmente in vigore, al fine di eliminare, o almeno ridurre, le piccole differenze tecniche nell'applicazione di disposizioni simili, senza che ciò comporti un effettivo rafforzamento della protezione degli investitori nei diversi settori. Un esercizio completo, come quello condotto nella Relazione, dovrebbe essere esteso anche ad altri settori.

In secondo luogo, l'armonizzazione intersettoriale dovrebbe essere perseguita con maggiore energia dai legislatori. Ciò è di fondamentale importanza per coordinare l'azione dei regolatori, delle autorità di vigilanza e dei tribunali nel sostenere l'interpretazione e l'applicazione della legislazione settoriale dell'UE⁴⁵, soprattutto per un'applicazione uniforme di principi simili. L'armonizzazione favorirebbe inoltre la convergenza della vigilanza tra mercati, prodotti e attori

⁴³ Per un'analisi completa, si veda Colaert, V., Busch, D., Incalza, T. (eds.), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, Oxford, 2019.

⁴⁴ Per un'analisi analitica e completa della maggior parte di queste differenze, si veda Colaert, V., Busch, D., Incalza, T. (eds.), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, Oxford, 2019.

⁴⁵ Crinjs, J., Haentjens, M. e Haentjens, R., *The enforcement of EU Financial Law*, Hart, 2022.

diversi, che si stanno sempre più sovrapponendo e intrecciando.

6. Tra gli argomenti trattati nel presente documento, così come nella Relazione, la *disclosure* è decisamente uno degli elementi più critici che devono essere rivisti a fondo e razionalizzati. Le conclusioni della Relazione, a questo proposito, sono chiare nell'affermare che:

(i) le regole di divulgazione, sparse in diversi livelli e fonti, non sono applicate in modo coerente⁴⁶. I consumatori non sono in grado di orientarsi nella complessa terminologia dei prodotti e dei costi di investimento⁴⁷;

(ii) le informazioni fornite ai clienti non sono sufficientemente chiare, né standardizzate tra gli Stati membri⁴⁸;

(iii) i requisiti e i documenti informativi eccessivi portano i consumatori a sovraccaricarsi di informazioni⁴⁹. I clienti prestano poca attenzione alle informazioni divulgate, soprattutto quando sono complesse. Ciò è aggravato dall'elevato volume di prodotti presenti sul mercato, che comporta ulteriori rischi di sovraccarico di informazioni; e

(iv) il confronto tra i prodotti è difficile, soprattutto per i prodotti più complessi⁵⁰.

È emersa l'urgente necessità di ridurre la quantità di informazioni divulgate e di migliorarne significativamente la qualità e l'efficacia. A questo proposito, gli investitori al dettaglio dovrebbero essere in grado di comprendere pienamente e rapidamente: (i) le caratteristiche essenziali del prodotto che stanno considerando in termini di rischio/rendimento; (ii) i loro diritti e i rimedi disponibili; (iii) i costi; (iv)

⁴⁶ Relazione, pag. 18.

⁴⁷ Relazione, pag. 14.

⁴⁸ Relazione, pag. 90.

⁴⁹ Relazione, pag. 91.

⁵⁰ Relazione, pag. 16; pag. 96; pag. 102; pag. 125; pag. 192, tra gli altri.

il loro diritto di disinvestire dal prodotto.

In contrasto con quanto sopra, lo stato della legislazione europea è, a questo proposito, insoddisfacente: la forma prevale sulla sostanza; i regimi di divulgazione sono dispersi in una pletora di misure diverse che non sono adeguatamente coordinate; viene prestata poca attenzione alla necessità che la divulgazione sia effettuata in modo chiaro, essenziale e veramente completo. Anche i requisiti legali relativi all'informativa sui costi sono eccessivamente complessi e richiedono la suddivisione dei costi in diverse categorie, per lo più irrilevanti o difficili da valutare per gli investitori al dettaglio⁵¹. Le indagini dimostrano che gli investitori sono interessati al costo totale del prodotto, non necessariamente alla sua suddivisione in diverse categorie di costo⁵².

La Proposta di Direttiva Omnibus della CE contiene diverse disposizioni volte a rivedere gli obblighi di informativa e persino a ridurre il carico di informazioni presentato agli investitori al dettaglio.

Sebbene le proposte rappresentino certamente un passo avanti nella semplificazione delle regole di divulgazione verso un regime più efficiente, le misure su questo fronte sono ancora modeste e dovrebbero essere definitivamente molto più ambiziose. Come discusso, una revisione coordinata - e una riduzione significativa - degli obblighi di informativa è, in questo senso, altamente incoraggiata. La mancanza di coordinamento e le sovrapposizioni tra i testi legislativi dell'UE devono essere affrontate in modo coerente, per evitare la duplicazione delle informazioni e il sovraccarico di lavoro.

7. L'investitore al dettaglio beneficerebbe di una maggiore protezione della qualità se si prestasse maggiore attenzione alla questione interconnessa della classificazione dei prodotti.

⁵¹ Cfr. Relazione, pag. 93.

⁵² Id., pag. 93.

Per evitare la vendita abusiva e per assicurarsi che i prodotti o i servizi siano indirizzati all'investitore, sia i clienti, sia i prodotti devono essere adeguatamente profilati secondo criteri razionali, precisi e, in una certa misura, comunemente condivisi, che anche le autorità di vigilanza devono essere in grado di comprendere e verificare. Solo una volta che entrambe le valutazioni sono state eseguite correttamente, un prodotto può essere collocato correttamente e gli investitori possono godere di un livello di protezione soddisfacente.

Tuttavia, è evidente che i legislatori dell'UE si sono finora concentrati maggiormente sulle questioni relative alla profilazione del cliente (piuttosto che del prodotto). La valutazione del prodotto è quindi per lo più lasciata allo sforzo e alla *due diligence* dell'intermediario, che è effettivamente tenuto ad avere una piena e completa conoscenza e familiarità con il prodotto offerto ai suoi clienti (tale *standard* deve essere anche derivato dai principi generali del contratto o del diritto privato applicabili in ogni Stato membro). Tuttavia, la definizione di elevati *standard* di condotta rimane sostanzialmente priva di un riferimento legislativo più solido. Metodologie e criteri diversi per la mappatura e la classificazione dei prodotti possono essere utilizzati e applicati in contesti diversi, compresa la definizione di scenari di *stress* o medi. A seconda dei criteri e dei metodi adottati dagli intermediari per la profilazione dei prodotti, la gamma di prodotti concretamente idonei (o "appropriati") per un determinato segmento di clientela, o per uno specifico cliente, può essere ampliata o ristretta, a volte anche con un margine significativo. Ciò ha ampie ripercussioni sul livello di protezione offerto.

Le recenti proposte nell'ambito della strategia per gli investimenti al dettaglio confermano la necessità di affrontare questo problema. Nell'ambito delle riforme della MiFID e della IDD previste dalla Proposta di Direttiva Omnibus della CE, è stata presentata una nuova misura per richiedere alle imprese di investimento, agli intermediari assicurativi e alle imprese di assicurazione che

distribuiscono prodotti di investimento basati su assicurazioni di esporre avvertenze sul rischio adeguate in tutto il materiale informativo relativo a “prodotti finanziari particolarmente rischiosi”, al fine di avvisare gli investitori al dettaglio dei rischi specifici di potenziali perdite finanziarie.

A questo proposito, un ulteriore consiglio potrebbe essere quello di identificare e definire un *set* standardizzato di dati e informazioni sulla profilazione dei prodotti e la successiva condivisione di questo *set* attraverso, ad esempio, la piattaforma *European Single Access Point* (ESAP), la cui configurazione è attualmente in discussione. La classificazione e la mappatura dei prodotti potrebbero trarre vantaggio anche dall'uso dell'intelligenza artificiale e dalla standardizzazione dei documenti di offerta in forma leggibile da una macchina.

8. Come anticipato, è importante concentrarsi sulla necessità di sostenere le iniziative a livello dell'Unione e le relative disposizioni di bilancio volte ad aumentare l'educazione finanziaria, soprattutto tra gli investitori al dettaglio. In particolare, devono essere presi in considerazione ulteriori sussidi e misure politiche, in modo da colmare le lacune significative che potrebbero potenzialmente compromettere altre azioni destinate a promuovere la CMU.

Lacune significative nell'educazione finanziaria hanno effetti diretti e profondi sull'approccio degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari. Un'educazione finanziaria insufficiente può portare gli investitori ad allontanarsi dagli investimenti finanziari, che possono considerare di per sé come qualcosa di pericoloso e incomprensibile, oppure ad assumere rischi indesiderati e indebiti.

Senza conoscenze di base sul funzionamento dei mercati finanziari, sui vantaggi e sui rischi degli investimenti in prodotti finanziari e sulle nozioni fondamentali di finanza, i cittadini dell'UE non saranno incoraggiati a diventare investitori o probabilmente accederanno ai mercati in modo non ottimale (e

potenzialmente dannoso)⁵³. Il settore pubblico e quello privato dovrebbero essere coinvolti in un'ampia discussione con i legislatori dell'UE su come sviluppare ulteriori meccanismi pubblici e privati per aumentare l'educazione finanziaria nell'Unione.

L'educazione finanziaria deve essere interpretata anche alla luce del processo di digitalizzazione descritto in precedenza. Infatti, una conseguenza della rapida evoluzione dell'uso delle nuove tecnologie è che l'educazione finanziaria degli investitori deve espandersi in modo da includere un'adeguata comprensione tecnica dei nuovi strumenti e servizi digitali, nonché dei rischi che ne derivano⁵⁴.

La Proposta di Direttiva Omnibus presentata dalla CE si prefigge l'obiettivo di promuovere l'educazione finanziaria. Le nuove disposizioni saranno incluse attraverso modifiche alla MiFID II e alla IDD⁵⁵. L'iniziativa va nella giusta direzione e richiederà ulteriori sforzi nella definizione delle politiche esatte da attuare. Come già detto, sarebbe opportuno prevedere un'iniziativa a livello dell'Unione sostenuta da un bilancio dedicato.

9. Il livello di partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari dell'UE è determinato da una serie di fattori complessi, che vanno da elementi macroeconomici a fattori geopolitici, fino alla cultura finanziaria di una determinata comunità e società. La letteratura solitamente identifica tre fattori principali che

⁵³ Ad esempio, è stato dimostrato che il livello di alfabetizzazione finanziaria ha un impatto diretto sul livello di diversificazione del portafoglio. Si veda Gaudecker, S.H., 2015, *How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?*, Journal of Finance, Vol. 70, Iss. 2, 489 e seguenti, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1810560>.

⁵⁴ Cfr. Elsinger, H., Fessler, P., Feyrer, J., Richter, K., Silgoner, M., Time, A., 2018, *Digitalization in financial services and house-hold finance: fintech, financial literacy and financial stability*, Financial Stability Report, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Iss. 35, 50 e segg., p. 55, disponibile all'indirizzo: https://www.oenb.at/dam/jcr:eff740da-10a3-42f4-a66c-7f391cb64da3/fsr_35_digitalization_financial_services_and_household_finance.pdf.

⁵⁵ L'articolo 1, paragrafo 22, e l'articolo 2, paragrafo 9, della proposta di direttiva Omnibus inseriscono rispettivamente un nuovo articolo 88 bis MiFID e un nuovo articolo 16 bis IDD.

determinano gli investimenti al dettaglio nelle economie: (i) l'alfabetizzazione finanziaria; (ii) la maturità dei mercati dei capitali; (iii) il sistema pensionistico. Gli aspetti normativi sono solo uno degli strumenti che possono essere utilizzati per indirizzare questi fattori e stimolare un maggiore livello di partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari.

Lo stato attuale della legislazione dell'UE mostra diverse aree di miglioramento, che non comportano necessariamente la necessità di una legislazione aggiuntiva o nuova: piuttosto, sono necessari interventi importanti per semplificare, consolidare, persino ridurre la mole dell'attuale panorama legislativo, e per renderlo più coerente, meno frammentato e, in definitiva, più efficace. Le proposte della CE nell'ambito della *Retail Investment Strategy* offrono, dunque, un terreno fertile per le discussioni iniziali, ma si possono certamente prendere in considerazione ulteriori e più ambiziose misure per rendere la CMU più attraente, aperta e sicura per gli investitori al dettaglio.

Filippo Annunziata

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università Bocconi*

PIATTAFORME E CROWDFUNDING NEL CREDITO

ALLE PMI AGRICOLE *

(Platforms and Crowdfunding in lending to agricultural SMEs)

ABSTRACT: *Il saggio si occupa dell'uso delle piattaforme come strumento di accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese con un focus sulle imprese agricole. Particolare attenzione viene dedicata al crowdfunding e anche ai dashboards migliorare la valutazione del merito creditizio da parte delle banche.*

The papers deal with the use of platforms as a tool for accessing credit by small and medium-sized enterprises with a focus on agricultural businesses. Particular attention is paid to crowdfunding and also to dashboards to improve the assessment of creditworthiness by banks.

SOMMARIO: 1- Premessa; 2- La “specialità” del credito agricolo; 3- Basilea, la ricerca del finanziato iperperformante e disintermediazione; 4- Crowdfunding nel credito agricolo; 5- Credito agricolo e *Adaptation finance*. Una nuova prospettiva per valutare il merito creditizio con l’ausilio di dashboards.

1. Le nuove tecnologie e il loro impatto sul mercato finanziario sono state oggetto delle più recenti indagini di Laura Ammannati volte a porre ordine in una prassi che aveva corso troppo velocemente per darsi delle regole e per farsi regolare.

La sua attenzione si concentra sull’uso delle piattaforme che velocizzano le transazioni e ne riducono i costi impattando sui comportamenti. Le categorie giuridiche e le definizioni non riescono a fermare il fenomeno e ad ordinarlo. Ma non basta, “le piattaforme fanno emergere forme di self-regulation basate su fiducia e reputazione”. Lo stesso algoritmo “assume una funzione regolatoria all’interno dei

* Contributo approvato dai revisori.

diversi sistemi in quanto può identificare e mettere in atto automaticamente i meccanismi necessari a perseguire l'obiettivo predefinito" (1). La sfida per i regolatori è allora piuttosto controllare il potere degli algoritmi rendendone conoscibili le modalità di funzionamento.

Questo si legge nel suo lavoro pubblicato in *Federalismi* nel 2019 "Verso il diritto delle piattaforme digitali?"

Le piattaforme non sono soltanto una sfida per i tradizionali modelli di business ma anche per legislatori e regolatori. Infatti "il dibattito sulle regole reagisce a quelle 'minacce' che hanno ad oggetto il crescente potere delle piattaforme sui mercati, gli effetti sul mercato del lavoro così come la tutela di consumatori e utenti e dei dati che essi forniscono costantemente".

Uno dei mercati che ha visto un'importante impatto delle piattaforma è quello finanziario dove queste sono presenti in competizione e, in alcuni casi in "sovrapposizione", con i tradizionali intermediari tra raccolta del risparmio e richiesta di finanziamento.

Tra gli ambiti in cui le piattaforme finalizzate alla raccolta di finanziamenti hanno trovato una particolare applicazione vi è quello del mercato agroalimentare.

2. Il mercato dell'agroalimentare, che comprende tutti i settori dell'economia coinvolti nella produzione e distribuzione di prodotti alimentari, è caratterizzato dalla presenza di piccole medie imprese. Dal working paper ISTAT del 2021 risulta che "È importante sottolineare come la dimensione media delle aziende agricole, in termini di fatturato, era pari a meno di 25.500 euro¹⁴, contro i circa 810.000 euro della parte non agricola della filiera e i circa 535.000 euro della media nazionale. Questo dato conferma la persistenza della forte polverizzazione delle aziende agricole italiane con

¹ Le parole tra virgolette in questo paragrafo riprese da L. AMMANNATI, *Verso il diritto delle piattaforme*, in *Federalismi*, 2019, p. 1 ss. V. anche L. AMMANNATI E G. GRECO, *Il credit scoring "intelligente" esperienze, rischi e nuove regole*, in L. Ammannati e A. Canepa (a cura di) *La finanza nell'era degli algoritmi*, Torino 2023, p. 1.

la permanenza di un grande numero di micro aziende, spesso marginali da un punto di vista produttivo”(2).

Questo importa di riferire al settore i problemi di accesso al credito delle piccole e medie imprese per la difficoltà di valutare il merito creditizio.

Vi sono poi altre considerazioni da compiere sul punto: lo statuto speciale dell'imprenditore agricolo (3) non incide sullo statuto del credito uniformato dal

² A. CIRIANNI, R.FANFANI, R. GISMONDI, *Struttura produttiva e performance economica della filiera agroalimentare italiana*, Roma 2021.

³ Imprenditore agricolo ed imprenditore commerciale sono le due categorie di imprenditori che il codice distingue in base all'oggetto dell'attività. La distinzione rileva dal punto di vista dei rispettivi statuti in quanto: chi è imprenditore agricolo è sottoposto solo alla disciplina prevista per l'imprenditore in generale mentre è esonerato dall'applicazione della disciplina propria dell'imprenditore commerciale: tenuta delle scritture contabili, assoggettamento al fallimento ed alle altre procedure concorsuali.

L'imprenditore agricolo gode in virtù di un trattamento di favore rispetto all'imprenditore commerciale, trattamento che è poi accentuato dalla legislazione speciale (nazionale e comunitaria) attraverso una serie di incentivi e di agevolazioni volti a promuovere lo sviluppo di tale settore fondamentale dell'economia.

Stabilire se un dato imprenditore è agricolo o commerciale serve perciò a definire l'ambito di operatività di tale trattamento di favore. La base definitoria è contenuta nel codice civile. In base all'attuale formulazione dell'art. 2135 recita che: "E' imprenditore agricolo chi esercita una delle seguenti attività: coltivazione del fondo, selvicoltura, allevamento di animali e attività connesse". Le attività agricole possono essere distinte in due grandi categorie: 1 attività agricole essenziali; 2 attività agricole per connessione. Sono attività agricole essenziali la coltivazione del fondo (orticoltura coltivazione in serra e floricoltura), la selvicoltura (cura del bosco per ricavarne i relativi prodotti) ed allevamento del bestiame (comprendi sia l'allevamento diretto ad ottenere prodotti agricoli, sia l'allevamento di cavalli da corsa o animali da pelliccia e l'attività cinotecnica, l'acquacoltura. + all'imprenditore agricolo è stato equiparato l'imprenditore ittico). Per attività essenziali si intendono le attività dirette alla cura e allo sviluppo di un ciclo biologico o di una fase necessaria del ciclo stesso... (Rientra nella nozione di coltivazione del fondo l'orticoltura, le coltivazioni in serre e la floricoltura)

Le attività agricole per connessione sono: a) le attività dirette alla manipolazione, conservazione, trasformazione, commercializzazione e valorizzazione dei prodotti ottenuti prevalentemente da un'attività agricola essenziale. b) Le attività dirette alla fornitura di beni o servizi mediante l'utilizzazione prevalente di attrezzature o risorse normalmente utilizzate nell'attività agricola esercitata, comprese quella di valorizzazione del territorio e del patrimonio rurale e forestale e le attività agrituristiche.

Le due descrizioni fatte sopra sono attività oggettivamente commerciali ma in quanto connesse alla loro principale attività agricola vengono, entro certi limiti considerate tali anch'esse. Due sono le condizioni al riguardo necessarie: innanzitutto che il soggetto che la esercita sia già qualificabile imprenditore agricolo in quanto svolge come attività primaria una delle tre attività agricole tipiche e inoltre attività coerente con quella connessa (connessione soggettiva). Quindi è imprenditore agricolo il viticoltore che commercializza il suo vino ma è considerato imprenditore commerciale colui che commercializza un prodotto agricolo altrui. La connessione soggettiva però non è sufficiente c'è bisogno di una connessione oggettiva fra le due attività; necessario e sufficiente è infatti solo che si tratti di attività aventi ad oggetto prodotti ottenuti prevalentemente dall'esercizio dell'attività agricola

concetto di Banca Unica.

In passato esisteva una legge specifica sul credito: il r.d.l. 29 luglio 1927 n. 1509. Tale normativa si caratterizzava per la specialità dei soggetti erogatori il finanziamento alle imprese agricole con una distinzione delle operazioni di credito di miglioramento da quelle di credito di esercizio, con una attenzione alla tipicità del contratto agrario quale mutuo di scopo ⁽⁴⁾.

La Banca unica non ha però eliminato alcune dinamiche del credito all'agricoltura per come definito all'interno del TUB.

Quando parliamo di erogazione del credito in agricoltura ci riferiamo ad un settore del mercato creditizio caratterizzato da significative peculiarità (impronta pubblicistica, connotati metafinanziari, generale "debolezza contrattuale" del soggetto investitore) che tuttora connotano tale ambito.

Il credito agricolo presenta una impronta pubblicistica di regolamentazione che lo allontana dalle logiche di mercato per cui l'attenzione degli enti finanziatori, piuttosto che sullo storico creditizio dell'impresa, risulta incentrata sulla presenza in capo al richiedente il finanziamento, di quei requisiti formali che conducono al godimento di agevolazioni previste dalla legislazione speciale.

Accanto a questo profilo in tempi più recenti si sta però osservando un mutamento nelle richieste di accesso al credito che spesso si accompagnano ad una domanda consulenziale e di prestazione di servizi ⁽⁵⁾. Ciò è dovuto anche all'emergere

essenziale, in breve è sufficiente che le attività connesse non prevalgano, per rilievo economico, sull'attività agricola essenziale.

Sullo statuto speciale dell'imprenditore agricolo si veda in particolare: A. GERMANO', *Riedizione della tesi della inesistenza della "impresa agricola" come impresa in senso tecnico: una critica*, in *Riv. dir. agr.*, 1993, I, p. 351; A. JANNARELLI, *La vicenda storica dell'impresa agricola*, in A. JANNARELLI e A. VECCHIONE, *L'impresa agricola*, Torino, 2000, p. 109.

Si veda anche il nostro contributo *Ricerca del finanziato iperperformante, disintermediazione e crowdfunding nel credito all'impresa agricola*, in G. Finocchiaro- V.Falce (a cura di) *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, pp. 243-25

⁴ In argomento v. A. JANNARELLI, *Credito agrario*, in *IV Dig./civ.*, vol. V, Torino, 1988.

⁵Il saggio riprende con integrazioni parti del libro S. Landini, *Credito e garanzie in agricoltura nell'unitarietà del diritto assicurativo, bancario e del mercato finanziario*, Napoli, 2018.

di specifiche esigenze del mercato agricolo connotato dalla presenza di piccole e medie imprese che mancano di un adeguato sviluppo organizzativo ed imprenditoriale. Per di più la maggior parte delle imprese agricole non risulta attrezzata di quegli strumenti organizzativi, amministrativi e contabili che dovrebbero permettere il raggiungimento degli standard minimi che le banche richiedono con l'introduzione della riforma dell'Accordo sul Capitale (meglio noto come Basilea 2 e da ultimo Basilea 3) ⁽⁶⁾.

Gli sviluppi della consulenza in tale ambito dovrebbero portare gli imprenditori agricoli a superare quella attitudine culturale a ricevere contributi pubblici che li ha

Sulla evoluzione del credito agricolo si veda P. BORGHI, *Gli sviluppi dell'agricoltura*, in *Eurojus*, 2015, p. 17 ss.; C. LUCARELLI, *Dal credito agrario per l'agricoltore alla finanza per l'imprenditore agricolo*, in *Agriregionieuropa*, Mar 2006; E. CARLUCCIO, P. FERRARI, C. LUCARELLI, F. SPIGARELLI, L. VIGANO, *Tendenze evolutive del mercato del credito agrario in Italia*, Università Bocconi, Milano, 2000; R. RUOZI, *Dal credito agrario alla prestazione di servizi bancari all'agricoltura. Le proposte dell'economia agricola, agroalimentare e ambientale*, in *Banche e Banchieri*, 1999; M. MASINI, *Prospettive nell'evoluzione dei rapporti tra banche e l'agricoltura*, Collana Agricoltura, quaderno n.1, Unioncamere, Roma, 1998;

⁶ Il riferimento normativo è in particolare: all'accordo internazionale denominato "Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione", pubblicato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel giugno 2006; alla Direttiva 2006/48/CE del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio; alla Direttiva 2006/49/CE del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

A dicembre 2017 il Gruppo dei Governatori delle Banche centrali e dei Capi delle Autorità di vigilanza (Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision - GHOS) ha raggiunto un accordo sulla finalizzazione del pacchetto di riforme regolamentari noto come "Basilea III". L'obiettivo principale dell'accordo è quello di ridurre l'eccessiva variabilità nel calcolo delle attività ponderate per i rischi (Risk Weighted Assets, RWA) tra le banche. Un'eccessiva variabilità, infatti, riduce la comparabilità tra i coefficienti di capitale, mina la fiducia degli operatori di mercato sulle metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniali sviluppate internamente dalle banche, aumenta il costo dei fondi raccolti dagli intermediari sul mercato.

A livello comunitario i contenuti di Basilea III hanno trovato riconoscimento nel regolamento «REGOLAMENTO (UE) N. 575/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. Qui al considerando 82 si legge: "In seguito alla richiesta del G-20, il CBVVB, nell'ambito del quadro di Basilea III, ha modificato sostanzialmente il regime del rischio di controparte. Si prevede che il quadro di Basilea III aumenterà in misura significativa i requisiti di fondi propri associati ai derivati OTC e alle operazioni di finanziamento tramite titoli degli enti e che creerà importanti incentivi affinché gli enti si avvalgano delle CCP. Ci si attende inoltre che il quadro di Basilea III fornirà ulteriori incentivi a rafforzare la gestione dei rischi inerenti alle esposizioni creditizie verso controparti e a rivedere l'attuale regime in materia di trattamento delle esposizioni al rischio di controparte verso le CCP".

allontanati da una sensibilità verso le logiche di marketing e verso la percezione della concorrenza sia interna che estera, ecc.

In ragione di quest'ultimo aspetto con riferimento al credito in agricoltura si parla spesso di meta-finanza: il credito è associato a motivazioni non finanziarie ma politiche e si accompagna spesso a strumenti incentivanti il ricorso al credito. In tal senso si collocano agevolazioni di fonte normativa spesso diversa (nazionale e/o regionale), che si concretano o in un abbassamento notevole degli interessi che gli agricoltori versano alle banche per i finanziamenti ricevuti (agevolazioni in conto interessi), o in una compartecipazione del soggetto agevolatore all'importo da finanziare (agevolazioni in conto capitale). Ricordiamo ancora i contributi pubblici che si sostanziano in erogazioni in conto capitale, a fondo perduto o nella forma di co-finanziamenti a progetti di investimento presentati da aziende agricole e coerenti con gli obiettivi strategici regionali. Gli istituti di credito propongono spesso soluzioni finanziarie, più o meno efficaci, a supporto temporaneo (anticipi della "Politica Agricola Comune" ovvero le norme dell'Unione europea indirizzate allo sviluppo del settore agricolo in modo uniforme in tutto il territorio comunitario. Da ora in poi PAC) o definitivo (mutui a copertura dei finanziamenti del "Programma di sviluppo Rurale" ovvero il documento di programmazione redatto dalle Regioni per attuare gli obiettivi dello Sviluppo Rurale, uno dei pilastri della PAC. Da ora in poi PSR) degli agricoltori che si stanno avvalendo di contributi pubblici (7).

Il credito agrario è anche caratterizzato da essere un credito speciale di scopo la cui specificità è legata:

⁷ Dal Report Ismea 2015 "Report sull'accesso al credito delle imprese agroalimentari" risulta un trend crescente dell'accesso al credito.

I principali risultati dell'indagine rivelano un generale miglioramento dell'accesso al credito. Si registra infatti una crescita della quota di imprese che nel corso del 2014 ha fatto richiesta di finanziamento bancario, salita al 25,3% dal 18,3% del 2013. Sempre rispetto a quanto dichiarato nell'indagine dello scorso anno, emerge inoltre un generale miglioramento del contesto, dato che la quota di imprese che ha dichiarato condizioni di accesso al credito più favorevoli è cresciuta (dall'1,5% al 10%) e, nel contempo, è scesa quella di operatori che percepiscono un peggioramento delle condizioni offerte dalle banche (dal 35% al 29%).

i) alle forme tecniche: si ha un credito di esercizio di conduzione destinato a soddisfare le esigenze finanziarie connesse al ciclo produttivo; un credito di esercizio di dotazione destinato a coprire gli impegni finanziari per le scorte permanenti e le strutture produttive necessarie.

ii) alle caratteristiche dell'attività produttiva dell'impresa finanziata. Le attività bancarie rivolte al settore primario riguardano non solo la concessione del credito ma anche soluzioni tecniche: servizi di investimento (es. depositi o servizi di risparmio gestito) e servizi accessori (es. servizi di natura assicurativa e previdenziale).

Non rilevano più invece nell'attuale modello della banca universale le caratteristiche dell'ente finanziatore connotato da una specialità strutturale (per dimensioni patrimoniali, forma, governance) e normativa. Le banche non potevano, nel passato modello della legge bancaria del 1936, concedere liberamente questa forma di credito "speciale", esistevano soggetti finanziari autorizzati quali gli Istituti di credito speciale e le Sezioni speciali delle aziende di credito ordinari.

Il credito agricolo trova pure uno specifico riconoscimento normativo all'interno del Testo Unico Bancario (Decreto legislativo 385/1993 da ora in poi TUB).

L'art. 43 del TUB stabilisce che "il credito agrario ha per oggetto la concessione, da parte di banche, di finanziamenti destinati alle attività agricole e zootecniche nonché a quelle a essa connesse o collaterali", ovvero "l'agriturismo, la manipolazione, conservazione, trasformazione, commercializzazione e valorizzazione dei prodotti, nonché le altre attività individuate dal CICR".

Dal testo della norma si desume che il legislatore comprende nella categoria "agricoltura", anche quegli operatori che si pongono a monte e a valle del processo produttivo agricolo. Sembra sotto tale profilo più corretto parlare di credito alla filiera agricola.

Quanto agli strumenti del credito agrario l'art. 43 del TUB indica come strumenti le cambiali agrarie le quali devono riportare lo scopo del finanziamento e le

garanzie che lo assistono, nonché il luogo dell'iniziativa finanziata. Questi strumenti si vengono ad aggiungere a quelli che, nella vigenza della legge 5 luglio 1928, erano identificati come gli strumenti principali del credito agrario ovvero il mutuo e l'apertura di credito semplice, cui venne ad aggiungersi l'apertura di credito in conto corrente ⁽⁸⁾. Nel testo della legge risultano evidenti i collegamenti con l'attività agricola ⁽⁹⁾ e la rilevanza della finalizzazione del finanziamento.

Va detto che, per le ragioni sopra dette, l'imprenditore agricolo si trova a dover esprimere i propri fabbisogni finanziari secondo modalità più articolate e complesse rispetto alla semplice richiesta di fido: dagli strumenti di investimento e di gestione della liquidità, agli strumenti assicurativi e di copertura dei rischi.

3. Come detto il sistema creditizio si è fortemente evoluto a seguito dell'accordo di Basilea 2, e il livello di prudenzialità è ancora incrementato in Basilea 3, che ha ribadito la centralità degli strumenti di mitigazione del rischio creditizio da parte degli intermediari riconoscendo una gamma più ampia di strumenti.

A dicembre 2017 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision BCBS) ha finalizzato gli standard di Basilea 4 e ha rilasciato le regole finali per il calcolo del capitale di rischio operativo. Il Comitato ha introdotto una nuova metodologia unica e non-model based per il calcolo del capitale di rischio operativo, secondo un approccio standard. Uno dei limiti della nuova metodologia di calcolo del rischio operativo è quella di essere, sì più semplice, ma

⁸ Cfr. G. OSTI, *Credito agrario e diritto privato*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, p. 73 ss.; F. CARRESI, *Legittimazione e causa nei contratti di diritto agrario*, in *Dir. agr.*, 1959, p. 11; A. JANNARELLI, *Il credito agrario e peschereccio nel testo unico della legge bancaria*, in *Dir. agricolo*, 1994, p. 197; G. TUCCI, *Particolari operazioni di credito: credito fondiario, agrario e peschereccio*, in AA.VV., *Il testo unico bancario: esperienze e prospettive*, Roma, 1996, p. 251; S. GATTI, *Il credito agrario e il credito peschereccio*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 1998, I, p. 11 ss.

⁹ In giurisprudenza si osserva che “Rientrano fra le operazioni di credito agrario ex art. 43 del d. lgs. n. 385/93 anche quelle poste in essere da soggetti che non sono imprenditori ex art. 2135 c.c. e che riguardano attività solo connesse o collaterali rispetto a quelle agricole ivi comprese quelle dirette alla trasformazione ed alla manipolazione di prodotti agricoli (nel caso di specie legname)”. Ciò ha conseguenze sulla sussistenza del privilegio agrario (art. 46 TUB): così Trib. Mantova 23 novembre 2006, *De jure*.

meno risk sensitive. Questo potrebbe spingere le Banche a ridurre gli strumenti di gestione del rischio creditizio. Si tratta pertanto di una metodologia al momento non operativa che potrebbe anche subire modificazioni al momento della sua applicazione.

Accanto alle garanzie reali, personali e i derivati su credito, si riconosce la possibilità di incidere sul tasso di interesse praticato sui finanziamenti e la richiesta di miglioramenti del rating. L'accordo come noto richiede a ciascuna Banca di accantonare capitale in proporzione ai prestiti concessi in modo da fronteggiare eventuali insolvenze. Ove la Banca abbia attuato una ponderazione del rischio tale da ridurlo a zero non dovrà pertanto procedere ad accantonamenti. Non staremo qui ad affrontare temi relativi ai metodi di ponderazione e ai sistemi di valutazione adottati dalla Banca, quello che ci preme evidenziare è come il sistema introdotto già con Basilea 2, in linea rispetto al precedente accordo di Basilea1, nella prospettiva di accrescere la stabilità delle Banche, anche alla luce della crisi economica che ha investito l'intero mercato finanziario nel 2007-2008, ha finito per richiamare l'attenzione delle banche sul livello di rischio del soggetto finanziato con conseguenze dal punto di vista dei requisiti richiesti all'atto del finanziamento.

Queste considerazioni si legano alla evoluzione del concetto di moneta.

Come detto passando dalla moneta merce alla moneta segno si comincia a pensare che la moneta abbia un ruolo autonomo nell'economia potendo di per sé influenzare motivazioni e decisioni degli operatori economici.

La liquidità e il *cash flow*, piuttosto che il livello di patrimonio immobiliare del richiedente il finanziamento o la garanzia, acquistano centralità nei rating che vengono utilizzati per valutare il merito creditizio.

Il nuovo *framework* regolamentare introdotto da Basilea 3 prevede, seppur in modo differenziato tra le banche e i diversi intermediari vigilati, un maggior presidio del rischio di liquidità rispetto alla precedente regolamentazione. Le principali fonti

normative e regolamentari di riferimento sono rappresentate dalla CRR/CRDIV ⁽¹⁰⁾ e dalla Circolare Banca d'Italia n. 288 del 3 aprile 2015. In particolare, nell'ambito della Circolare 288 si fa riferimento alle disposizioni di cui al Titolo III ("Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni") per quanto attiene al governo e alla gestione del rischio di liquidità.

Gli intermediari finanziari che raccolgono risparmio presso il pubblico o esercitano in via esclusiva, prevalente o rilevante, l'attività di rilascio di garanzie devono monitorare e detenere costantemente un ammontare di riserve di liquidità adeguato in relazione alla propria esposizione al rischio di liquidità.

Uno dei principali effetti di Basilea2, e ancor più di Basilea 3 e dell'applicazione dei principi contabili IRFS9, riguarda la centralità della valutazione del rischio creditizio del soggetto finanziato anche attraverso rating dell'impresa. Il nuovo sistema importa problemi per il sistema bancario che dovrà affrontare le difficoltà di lettura di rating relativi ad un sistema produttivo, appunto quello agricolo, che presenta aspetti particolarmente tecnici relativi in specie alla centralità del "capitale umano" e delle capacità tecnico-gestionali dell'imprenditore agricolo ⁽¹¹⁾. Dal lato del settore agricolo si assiste ad un timore per una possibile riduzione dell'accesso al credito accentuato da una contrazione degli aiuti comunitari. Ciò va spingendo gli agricoltori da un lato a cercare fonti alternative di finanziamento dall'altro a recuperare i problemi di asimmetria informativa rispetto alle Banche attraverso contratti di consulenza mirati. Con riguardo a quest'ultimo aspetto vanno acquistando rilevanza i servizi offerti dai Cofidi che, anche a seguito della contrazione degli interventi pubblici e della domanda di anticipazioni del credito, stanno volgendo la propria attenzione ai servizi consulenziali.

Accanto a questo ultimo profilo una ulteriore evoluzione del sistema del

¹⁰ Capital Requirements Regulation (CRR): REGULATION (EU) No 575/2013; CRD IV (the Capital Requirements Directive), Directive 2013/36/EU.

¹¹ Si veda P. CUPO – M. DI DOMENICO, *La valutazione del merito creditizio in agricoltura alla luce dell'accordo Basilea 2: un'applicazione ad un'impresa floricola*, in *AESTIMUM*, 2008, p. 25 ss.

credito in agricoltura riguarda un aspetto comune a molti settori del mercato finanziario ovvero la progressiva disintermediazione. Nel settore assicurativo e finanziario per disintermediazioni si intende l'acquisto dei prodotti assicurativi e finanziari senza l'intervento degli intermediari e in specie la individuazione, da parte dei clienti, dei prodotti attraverso l'ausilio di strumenti informatici che utilizzano algoritmi per associare al profilo del cliente il prodotto adeguato sulla base di determinati standard. Nel settore Bancario per disintermediazione si intende un accesso al credito che non passa attraverso i canali istituzionali ovvero le Banche, il riferimento più immediato è quello al crowdfunding..

4. La digitalizzazione ha portato a nuove dinamiche nell'erogazione del credito. La possibilità di usare piattaforme digitali per raccogliere il pubblico risparmio e per collocare il proprio capitale di rischio ha realizzato un processo di disintermediazione permettendo di escludere la necessaria intermediazione di istituti bancari.

Il fenomeno si colloca nel più ampio scenario della disintermediazione all'interno dei mercati finanziari dove il ruolo delle Banche come intermediari dei pagamenti e del mercato creditizio, delle Società di intermediazione, degli intermediari assicurativi viene ridotto dalla possibilità di accesso diretto ai prodotti del mercato finanziario stesso attraverso piattaforme digitali in cui i vari attori del mercato comunicano direttamente tra loro. Il tutto si colloca in una "mutazione" sociale ancora più profonda che mette fuori gioco le autorità che mediavano i rapporti tra gli individui e le cose lasciandoli galleggiare nel mondo del *peer to peer*, con effetti, come vedremo, che non devono a nostro avviso essere visti con un pessimistico elogio al passato (¹²).

¹² "Se salti le mediazioni metti fuori gioco la casta dei mediatori e alla lunga annienti tutte le vecchie elite...Se organizzo un sistema che li pone fuori gioco, sostituendoli con ambienti protetti in cui metto a diretto contatto gli uomini e le cose e spingo tutti a galleggiare su maree generate da un'imperscrutabile intelligenza di massa, io realizzo qualcosa di epocale: un mondo apparentemente

Con il termine *crowdfunding* si fa riferimento alla raccolta di fondi tramite una rete di contatti realizzata attraverso il ricorso a piattaforme on line ⁽¹³⁾.

Si tendono poi a distinguere diverse modalità: piattaforme volte a raccogliere donazioni, piattaforme di *preselling* dei prodotti frutto dell'impresa finanziata, il *social lending* caratterizzato da piattaforme per promuovere lo scambio di denaro tra privati senza l'intermediazione di banche o di imprese finanziarie, *l'equity based* in cui, sempre per il tramite di una piattaforma on line, si raccolgono capitali da investitori privati. L'*equity-crowdfunding* prevede, in particolare che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale. In pratica tramite l'investimento on-line si acquista un titolo di partecipazione in una società. Pertanto in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa ⁽¹⁴⁾.

Come dicevamo, da un punto di vista sociale, il fenomeno presenta aspetti positivi portando ad una maggiore consapevolezza degli investitori rispetto alle attività che verranno finanziate con il loro intervento ⁽¹⁵⁾.

L'Italia è stata tra i primi paesi a dotarsi di norme che consentissero il finanziamento di *start up* innovative tramite il ricorso a portali on line garantendo un elevato livello di protezione degli investitori. Il Decreto Legge n. 179/2012 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (c.d. "Decreto crescita bis", convertito con modifiche nella Legge n. 221 del 17 dicembre 2012) ha apportato anche alcune modifiche al TUF. Le "start-up innovative" sono definite dal "Decreto

senza elite, un pianeta a trazione diretta...": A. BARICCO, *The game*, Einaudi, Torino, 2018, pp. 76-77.

¹³ Per una disamina del fenomeno si rinvia al saggio di V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 389 ss. Si osserva come la disintermediazione porti ad una maggiore consapevolezza degli investitori rispetto alle attività che verranno finanziate con il loro intervento. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, pp. 295-296.

¹⁴ Si veda il documento Consob Equity – crowdfunding, Roma, 2016

<http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

¹⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, pp. 295-296.

crescita bis” (art. 25) con riferimento al possesso di requisiti che riguardano la forma societaria, il soggetto che detiene la maggioranza del capitale, il tempo trascorso dalla costituzione, il valore della produzione, il legame con l’innovazione ad alto contenuto tecnologico e la distribuzione degli utili. Sono riconosciute anche le start-up innovative a vocazione sociale. In tale contesto, la norma primaria ha delegato la Consob a disciplinare la gestione di portali per la raccolta di capitali ⁽¹⁶⁾. Consob, da ultimo, con delibera n. 22720 del 1 giugno 2023 un Regolamento (v. precedentemente Delibera 18592 del 2013) sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line prevedendo in particolare oneri e obblighi per i gestori delle piattaforme. Oltre ad un meccanismo autorizzatorio che valuti se i gestori sono in grado di fornire un buon livello di affidabilità, sono previste regole per assicurare trasparenza e l’informativa sui servizi offerti. Il gestore dovrà operare con diligenza, correttezza e trasparenza adottando tutte le misure prudenziali necessarie per evitare che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell’attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e per assicurare la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni.

¹⁶ Per comprendere la portata del fenomeno riportiamo alcune analisi dei dati pubblicati da Consob. “I dati pubblicati dalla CONSOB (aggiornati al 31 marzo 2015) mostrano come su 4 campagne di raccolta andate a buon fine il numero degli investitori complessivo ammonta a 134 unità (di cui 16 persone giuridiche) con una media di 33 investitori per offerta (un minimo di 3 ed un massimo di 75) e un apporto medio di ogni singola sottoscrizione pari a 9.907,42 euro (con una quota minima di 400 euro e una quota massima di 150.000 euro). Inoltre, la percentuale sottoscritta in media dagli investitori professionali è stata del 12,42% dell’obiettivo della raccolta. Un valore alto se si pensa che è quasi due superiore alla quota di investimento del 5% riservato dal Regolamento agli investitori professionali o ad incubatori di start-up o a fondazioni bancarie.

Un altro elemento di particolare rilievo è quello relativo ai numeri degli investimenti minimi: gli investimenti sotto-soglia (500 euro se persone fisiche, 5.000 se persone giuridiche) hanno riguardato 67 soggetti su 134 che detengono meno del 4% del capitale complessivamente offerto.

Questi dati lasciano presupporre che, nella situazione attuale, l’equity crowdfunding italiano abbia trovato il proprio pubblico di riferimento negli investitori che hanno già un’esperienza in ambito finanziario e che vedono lo strumento come un’ulteriore possibilità d’investimento, piuttosto che attirare la vasta “folla” di piccoli investitori retail.”: <http://italiancrowdfunding.it/equity-crowdfunding-italia-investitori/>

5. L'azienda agraria è caratterizzata in genere da un'insufficienza di capitale proprio e da un ciclo produttivo lungo che rallenta la rotazione finanziaria. Per questo il credito agricolo non presenta quella rapida esauribilità propria del credito nell'industria e nel commercio. Ciò pone problemi nelle sovvenzioni da parte del sistema bancario che invece ha bisogno di redditività e liquidità ed è pertanto portato ad investimenti a breve scadenza e a basso rischio ⁽¹⁷⁾. Con riguardo all'aspetto del rischio creditizio occorre tenere inoltre presente l'incidenza che le avversità atmosferiche hanno sulla produzione agricola e il fatto che, sempre a differenza di quanto avviene nel commercio e nell'industria, l'attività produttiva agricola si concentra in un numero limitato di operazioni con una conseguente concentrazione del rischio.

Queste caratteristiche del credito agricolo hanno connotato i contratti ad esso collegati in termini di costituzione di garanzie reali e dell'uso delle cambiali. Si osservava come il rimedio alle lunghe immobilizzazioni adottato fosse la pratica delle cambiali a scadenza rinnovabili che avrebbe inquinato i portafogli degli istituti di credito celando dietro "carta di comodo" inesigibilità del credito a scadenza ⁽¹⁸⁾. Per quanto alcune caratteristiche della produzione agricola siano rimaste, occorre prendere atto della attuale complessità e intreccio di rapporti contrattuali nella filiera agroalimentare che non sono più le semplici relazioni di vendita del prodotto. Non solo, ma l'industrializzazione del sistema agro-alimentare ha modificato i mercati agricoli che risultano sempre più integrati con i settori della produzione industriale e con quello della grande distribuzione ⁽¹⁹⁾.

Accanto a questo si registrano mutamenti nel settore creditizio che hanno

¹⁷ Cfr. L. GANGEMI, *Il credito agrario in Italia*, Bologna, 1924, p. 5.

¹⁸ Così G. OSTI, *op. cit.*, p. 82. Sulla cambiale agraria si veda anche P. GERMANI, *La cambiale agraria*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 1939, I, p. 64; G. RAGUSA MAGGIORE, *Note sul credito e sulla cambiale agraria*, ivi, 1964, p. 510

¹⁹ Si veda in particolare A. JANNARELLI, *I rapporti contrattuali nella filiera agro-alimentare*, in *I contratti agrari*, a cura di A. Germanò – E. Rook Basile, Milano, 2015, p. 279.

indubbiamente avuto un impatto evolutivo nel settore del credito agricolo.

Come visto da un lato l'evoluzione della moneta da moneta merce a moneta segno, in combinato con la crisi del mercato immobiliare, ha portato anche nel settore agricolo ad una evoluzione del sistema delle garanzie verso l'uso dello spread in funzione di garanzia il che vede come conseguenza una condivisione del rischio di deterioramento del credito tra i finanziati.

Da un altro lato la *compliance* e la *governance* introdotte con gli accordi di Basilea hanno indotto gli imprenditori agricoli a coniugare credito e consulenza nonché ad una progressiva disintermediazione del credito con nuove forme di mutualità (*crowdfunding*) come risposta alla ricerca del finanziato iperperformante da parte del sistema bancario ⁽²⁰⁾.

Siamo di fronte a nuovi fenomeni che rappresentano una risposta in via di autonomia privata ai movimenti economico sociali del settore che pone in luce nuove forme di mutualità nel settore del credito. Occorre però chiedersi se tale mutualità non nasconda piuttosto fenomeni di trasferimento del rischio creditizio dal soggetto finanziatore ai soggetti finanziati ponendo problemi di sostenibilità e rischi di crisi

²⁰ Sulla debolezza del soggetto agricoltore M. IMBRENDA, *Le relazioni contrattuali nel mercato agroalimentare*, Napoli, 2017, p. 9 ss.; A. JANNARELLI, *Il diritto dell'agricoltura nell'era della globalizzazione*, Bari, 2003, p. 25 ss. La dottrina si focalizza sul fatto che la diffusione di prodotti complessi rende necessario un intervento consulenziale F. CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso "Italia". Considerazioni introduttive (la finanza post-crisi: forme operative e meccanismi di controllo)*, in *Contr. Impr.*, 2017, p. 75; E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, Napoli, 2017, p. 16 ss.; D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, p. 370; M. MAUGERI, *Tutela dei soggetti "deboli" e autonomia privata dalla fine degli anni '60 al fiscal impact*, in *Persona e Mercato*, 2014, p. 96 ; E. NAVARRETTA, *L'Evoluzione dell'autonomia contrattuale tra ideologie e principi*, in *Quaderni fiorentini*, 2014, p. 589; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2012, p. 5 ss.; La adeguatezza della informazione verrà calibrata sulla base della adeguatezza del prodotto rispetto alle esigenze finanziarie del cliente e anche in base alla appropriatezza del prodotto rispetto al suo profilo finanziario da valutarsi anche in termini di sostenibilità. Una adeguatezza nel comportamento valutata alla luce di una diligenza misurata sulla base delle esigenze del singolo rapporto. Questo quanto da tempo osservato in dottrina con riferimento all'adempimento delle obbligazioni in generale P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Comm. Cod. Civ. Scialoja- Branca, Bologna- Roma*, 1975, p. 449 ss.

sistemiche.

6. Volendo lanciare un dardo, rinviando a future riflessioni, forse una risposta diversa si può trovare in nuovi indici di meritevolezza del debitore sempre collegati a innovazione e tecnologie.

I parametri merito creditizio sono tradizionalmente Indebitamento, flussi di reddito e solubilità.

Attualmente il sistema di valutazione del merito creditizio delle PMI è basato non solo sul rating quantitativo, ma anche su alcuni aspetti qualitativi che, progressivamente sono entrati a regime nel bilancio di molte imprese determinandone il merito di credito.

Le informazioni che la Banca richiede per la valutazione degli elementi qualitativi sono in genere a titolo esemplificativo:

- caratteristiche della struttura societaria, fra cui spiccano principalmente l'assetto proprietario e il funzionamento del sistema di governance e l'esistenza o meno di un sistema di controllo di gestione;
- il mercato di riferimento, in particolare assume rilevanza lo stato di salute del settore in cui opera l'impresa;
- informazioni di valenza strategica.

Negli aspetti qualitativi di governance e controllo di gestione del rischio di impresa possono rientrare anche gli strumenti di adattamento al clima che le imprese più sensibili ai cambiamenti climatici nella loro produzione possono affrontare (v. imprese dell'agroalimentare).

Le banche ad esempio, nelle proprie policies, includono in genere che le decisioni di investimento e la politica creditizia tengano conto anche dei rischi socio-ambientali

associati alle attività delle imprese clienti²¹.

In particolare si considerano i fattori di rischio climatico e ambientale nella valutazione del merito creditizio delle controparti e nel processo di concessione del credito, assicurandone il monitoraggio all'interno dei propri portafogli²².

Nel valutare i fattori di rischio climatico occorre però considerare gli scenari nei singoli contesti territoriali, l'impatto sulla solvibilità delle imprese controparti e le tecniche di adattamento che le imprese controparti possono aver posto in essere in funzione di prevenzione/attenuazione dei danni. Questo per evitare di avere una misura non reale dell'esposizione al rischio climatico delle imprese controparte della Banca.

Si potrebbe proporre di implementare le seguenti azioni nella creazione di un sistema di ranking alternativo fondato sulla sostenibilità e capacità di resilienza del finanziato, attraverso un raccolta di e condivisione di dati (dati sul clima, dati relativi all'esposizione al rischio climatico dei finanziati incluse le tecniche di adattamento e resilienza da questi adottate) su un *dashboard* su cui operano le funzioni della banca e le varie unit del gruppo bancario:

- Identificazione: individuazione e descrizione di rischi climatici nelle aree interessate dalla survey; la probabilità di accadimento verrà considerata non solo su basi statistiche ma anche attraverso modelli previsionali che consentano di proiettare nel medio – lungo termine gli effetti dei cambiamenti climatici secondo una Scenario Analysis ²³
- Valutazione e misurazione: determinazione dell'esposizione ai rischi delle

²¹ Sui KPI da utilizzare nella survey si veda la pubblicazione della BCE con un focus sui rischi fisici dei finanziati. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/sustainability-indicators/html/index_en.html

²² L. DAL MASO - G. J. LOBO – F. MAZZI – L. PAUGAM, 2020, *Implications of the Joint Provision of CSR Assurance and Financial Audit for Auditors, Assessment of Going Concern Risk,* Working Papers hal-02896476, HAL.

²³ M. MORIONDO , G. ARGENTI , R. FERRISE, C. DIBARI, G. TROMBI, M. BINDI (2015), *Heat stress and crop yields in the Mediterranean basin: impact on expected insurance payouts,* Reg Environ Change

imprese interessate

- Individuazione di azioni e strategie di adattamento correlate al rischio, con impatti sulla vulnerabilità, inclusa la presenza di coperture assicurative e di accordi tra le imprese agricole e le loro controparti di mercato nonché contratti di integrazione verticale, per trasferire o ripartire il rischio.
- Individuazione di strumenti di monitoraggio e controllo: presidio nel continuo dell'evoluzione dell'esposizione ai rischi ESG;
- Predisposizione di flussi informativi delle imprese verso la Banca che consentano di valorizzare nei rating la esposizione a rischi climatici nel merito creditizio alla luce dei regolamenti interni della Banca.

Si propone un sistema, conforme alla normativa di settore, volto a identificare il grado di rischio presentato per il patrimonio complessivo della Banca che consideri non solo i dati passati ma anche analisi di scenario e l'impatto delle tecniche di adattamento al clima adottate dai finanziati in una logica di *adaptation finance*, intesa non come finanziamento di iniziative green ma come finanza propulsiva di tecniche di adattamento climatico ovvero di tecniche che consentono resilienza rispetto ai cambiamenti climatici ²⁴.

Sara Landini

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Firenze*

²⁴ TA EISENSTADT, I OLAWOLE , MA TOMAN. *Climate Adaptation Finance in World Bank Economic Development Programs: The Challenges of Systemic Transformation via "Scaling Up"*. *Sustainability*. 2021; 13(19):10553. <https://doi.org/10.3390/su131910553>

**LA SENTENZA DEL BVerfG SUL NEXT GENERATION EU
FRA UNIONE MONETARIA E FUTURIBILE UNIONE FISCALE ***

*(The decision of the BVerfG on the Next generation EU
between monetary union and futuristic fiscal union)*

ABSTRACT: *Questo contributo analizza il Next Generation EU sulla base della decisione del Bundesverfassungsgericht del 6 dicembre 2022 di stabilire in che misura l'NGEU rappresenti un passo verso una futuristica Unione fiscale europea a complemento dell'Unione monetaria.*

This contribution analyses the Next Generation EU on the basis of the decision of the Bundesverfassungsgericht of 6. December 2022 to establish the extent to which the NGEU represents a step toward a futuristic European Fiscal Union in order to complement the Monetary Union.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il Next Generation EU. – 3. La decisione del BVerfG. – 3.2. Unione europea e indebitamento. – 3.2. L'art. 122 TFUE come base giuridica. – 3.3. Il rispetto dell'art. 125 TFUE. – 3.4. La non necessità di una domanda pregiudiziale. – 4. NGEU e futuribile Unione fiscale. – 5. Conclusioni.

1. Queste brevi note si concentrano sulla ipotesi di completamento e integrazione dell'Unione monetaria europea (come parte della Unione economica e monetaria, UEM)¹ tramite una futuribile Unione fiscale europea (UFE) alla luce della recente, “generosa” sentenza della Corte costituzionale tedesca (*Bundesverfassungsgericht* o *BVerfG*) del 6 dicembre 2022 sulla legge di ratifica

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Sulla quale v. PACE, *Il regime giuridico dell'euro. La nascita dell'Unione economica e monetaria, la sua crisi e la risposta dell'Unione europea*, Bari, 2018.

tedesca del *Next Generation EU* (NGEU).²

Come è noto, quella dell'euro è una zona monetaria non ottimale, caratterizzata da una asimmetria fra politica economica, solo coordinata, e politica monetaria centralizzata (art. 119 TFUE) nonché dall'assenza, nell'ambito della unione economica, di una (qualche forma di) unione fiscale.³

Tuttavia, occorre rammentare che storicamente l'evoluzione istituzionale della UE è stata (ri)plasmata sulla base di avvenimenti eccezionali capaci di "rimescholare le carte", consentendo il raggiungimento di nuovi equilibri, anche in relazione alla dimensione economica dalla quale originariamente l'"avventura" europea mosse i primi passi. Così la riunificazione tedesca ha, in parte, anche portato alla introduzione dell'euro come ulteriore garanzia di una Germania riunificata e democratica, saldamente ancorata all'Europa (e alla NATO).⁴ L'assetto istituzionale della UEM (concepita come una *Stabilitätsunion*) fu in ogni caso politicamente incentrato proprio sul modello tedesco tramite i tre presidi della stabilità dei prezzi, della politica

² *BVerfG - 2 BvR 547/21 e - 2 BvR 798/21*. Sulla sentenza v. BONINI, *Fra riforma del MES e piano Next Generation EU. La svolta (apparente?) del Bundesverfassungsgericht*, in *Quaderni costituzionali*, 2023, p. 162 ss.; RUFFERT, *Europarecht und Verfassungsrecht: NextGenerationEU. Der Eigenmittebeschluss zur Verwirklichung des Programms NextGenerationEU ist nicht offensichtlich*, in *Juristische Schulung*, 2023, p. 277 ss.; RUFFERT, *Das Eigenmittelbeschluss-Ratifizierungsgesetz und das Urteil des BVerfG von 6.12.2022*, in *Zeitschrift für Gesetzgebung*, 2023, p. 205 ss.

Queste note sono redatte (autunno 2023) in un periodo critico per la *Finanzverfassung* della Unione europea, caratterizzato dai negoziati per la riforma del patto di stabilità e crescita, sulle cui iniziali proposte di modifica v. criticamente GUAZZAROTTI, *La riforma delle regole fiscali in Europa: nessun "Hamilton Moment"*, in *Rivista AIC*, gennaio 2023, nonché dal ritardo nella ratifica del nuovo MES da parte dell'Italia, sul quale v. ANTONELLI-MORRONE, *La riforma del MES: una critica economica e giuridica*, in *federalismi.it*, 34/2020, nonché BORDIGNON-SCINETTI-SCUTIFERO, *Il Meccanismo europeo di stabilità*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*, 15 giugno 2023. In ogni caso, il 24 novembre 2023 la Commissione europea ha comunicato all'Italia la sua accettazione della modifica del PNRR: v. EUROPEAN COMMISSION, *Commission endorses Italy's €194 billion modified recovery and resilience plan, including a REPowerEU chapter*, Press release, Bruxelles, 24 November 2023.

³ Sulla teoria delle zone monetarie ottimali a partire da MUNDELL, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in *American Economic Review*, 1961, p. 657 ss., v. JAGER-HAFNER, *The Optimum Currency Area Theory and the EMU*, in *Intereconomics*, 2013, p. 315 ss., anche per una applicazione alla UEM.

⁴ PACE, cit., p. 11.

di bilancio in equilibrio e della indipendenza della Banca centrale europea.⁵ Rimaneva invece esclusa una politica fiscale comune incentrata su una unione fiscale, in forza della quale è possibile trasferire risorse da uno Stato membro all'altro nei termini di una *transfer union* (*Finanzausgleich*).⁶

Più recentemente, altri due avvenimenti imprevisi hanno rimodellato l'assetto della Unione economica e monetaria. Il primo è la crisi economica iniziata negli Stati Uniti nel 2008, che si è poi trasformata per alcuni Stati membri in una crisi del debito sovrano,⁷ e che ha visto sia un consolidamento della UEM per quanto riguarda la politica economica degli Stati membri con il rafforzamento delle regole di bilancio,⁸ che l'introduzione del c.d. *Fiscal compact*.⁹ Sono stati poi creati sia meccanismi di intervento di emergenza (prima temporanei con l'EFSF e l'EFSM e poi permanenti con il MES),¹⁰ che una Unione bancaria per gli Stati membri della zona monetaria,¹¹ proprio al fine di presidiare meglio la stessa unione monetaria.¹² Recentemente, la crisi pandemica del 2020 da Covid-19 ha segnato una ulteriore evoluzione della

⁵ V. HERDEGEN, *Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: the Law as a Guardian of Economic Wisdom*, in *Common Market Law Review*, 1998, p. 9 ss.; KUBE, *Voraussetzungen und Grenzen eines europäischen Finanzausgleichs*, in *Die „Fiskalunion“*, BLNANKE-PILZ (Hrsg.), Tübingen, 2020, p. 371 ss.

⁶ V. HINAREJOS, *Fiscal Federalism in the European Union: Evolution and Future Choices for EMU*, in *Common Market Law Review*, 2013, p. 1642 ss., p. 1624; PACE, cit., p. 26.

⁷ PACE, cit., diffusamente p. 35 ss.

⁸ Con il c.d. Sex Pack e Two Pack sui quali v. PACE, cit., p. 83.

⁹ Tramite il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'unione economica e monetaria del marzo 2012, sul quale v. PACE, cit., p. 76 ss e per l'Italia per tutti SAITTA, *Fiscal Compact tra Costituzione, Trattati e Politica*, in *Rivista AIC*, 4/2017.

¹⁰ Rispettivamente, *European Financial Stability Facility* del giugno 2010, *European Financial Stability Mechanism* del maggio 2010 e poi *European Stability Mechanism* con Trattato del febbraio 2012, sui quali v. PACE, cit., p. 69 ss.

¹¹ Sulla introduzione della unione bancaria nel contesto di crisi di quegli anni, v. per tutti ROSSANO, *La crisi dell'eurozona e la (dis)unione bancaria*, in *Federalismi.it*, 7/2014, p. 1 ss.

¹² Alle misure citate nel testo sono da aggiungere le misure di politica monetaria della BCE tramite il programma OMT del settembre 2012 annunciato e mai attuato e il programma PSPP del marzo 2015, sui quali v. LOMBARDO, *Riflessioni sulla indipendenza della Banca Centrale Europea alla luce dei contrasti Corte di Giustizia/BVerfG fra variabile indipendente e dipendente*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, p. 345 ss.

Unione con la creazione, appunto, del NGEU.¹³

La Germania, Stato membro con il più alto prodotto interno lordo e quale contribuente netto maggiore al bilancio dell'UE,¹⁴ a torto o a ragione, si percepisce e/o viene percepita come uno degli Stati membri che potrebbero svolgere la parte del soggetto perennemente "pagante" in un eventuale unione fiscale europea.¹⁵ La Corte Costituzionale tedesca si è dimostrata vigilatore scrupoloso della *Wirtschaftsverfassung* tedesca,¹⁶ e tenace interlocutore della Corte di Giustizia UE (CGUE) nei rapporti fra la costituzione (economica) tedesca e l'Unione europea.¹⁷

Più recentemente, lo stesso *BVerfG* appare tuttavia più conciliante e

¹³ Fra i diversi provvedimenti, si segnala anche (i) la sospensione del patto di stabilità e crescita, proposta dalla Commissione il 20 marzo 2020, v. *Comunicazione della Commissione al Consiglio, sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita*, Bruxelles, 20.3.2020, COM(2020) 123 final, nonché *Statement of EU ministers of finance on the Stability and Growth Pact in light of the COVID-19 crisis*, Council press release of 23 March 2020, (ii) la sospensione della disciplina sugli aiuti di stato, v. *Comunicazione della Commissione Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, del 20 marzo 2020, (iii) il provvedimento di politica monetaria attuato con la decisione della BCE sulla attivazione del PEPP quale ulteriore strumento di *quantitative easing*, BCE, v. Decisione (UE) 2020/440 della BCE del 24 marzo 2020 *su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica* (BCE/2020/17) nonché (iv) il programma SURE per misure contro la disoccupazione, v. Regolamento (EU) del Consiglio del 19 maggio 2020 *che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE) a seguito dell'epidemia di Covid-19*.

¹⁴ V. i dati riportati a p. 43 e 44 in DEUTSCHE BUNDESBANK, *Member States' financial relationships with the EU budget and the Next Generation EU off-budget entity in 2021*, in *Monthly Report*, October 2022.

¹⁵ Sulla storica riluttanza della Germania nei confronti di una *transfer union*, temporaneamente disattesa con il NGEU, v. in chiave storico-politica HOWARTH-SCHILD, *Nein to 'Transfer Union': the German brake on the construction of a European Union fiscal capacity*, in *Journal of European Integration*, 2021, p. 209 ss.

¹⁶ Sulla quale v. diffusamente SAITTO, *Economia e Stato costituzionale. Contributo allo studio della "Costituzione economica in Germania"*, Milano, 2020. V. anche la recentissima sentenza del 15 Novembre 2023 - 2 BvF 1/22, sulla nullità del *Zweites Nachtragshaushaltgesetz 2021*, sulla quale v. i primi commenti su www.verfassungsblog.de.

¹⁷ Si vedano in particolare le decisioni sul PSSP, su cui v. LOMBARDO, cit., e quella sulla Unione bancaria del 30 luglio 2019, sulla quale v. LAMANDINI-D'AMBROSIO, *La sentenza del 30 luglio 2019 del BVerfG sull'Unione Bancaria e il difficile dialogo fra Karlsruhe e Lussemburgo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020, II/95 ss.; LUDWIGS-PASCHER-SIKORA, *Das Bankenunion-Urteil als judikativer Kraftakt des BVerfG*, in *Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht*, 2020, Teil I, p. 1 ss. e Teil II, p. 85 ss.

integrationsfreundlich sia in relazione alla sua decisione sulla riforma del MES,¹⁸ che appunto in relazione alla decisione sul *NGEU*,¹⁹ nel quale è stato timidamente intravisto un “Hamiltonian Moment” per la Unione europea,²⁰ tanto da essere qualificato dall’allora ministro delle finanze tedesco, e attuale *Bundeskanzler*, Olaf Scholz, quale passaggio verso una unione fiscale europea.²¹

In particolare, il *BVerfG* è stato chiamato in causa per valutare la compatibilità della legge tedesca di ratifica del DRP (e in genere del *NGEU*) (*Eigenmittelbeschluss-Ratifizierungsgesetz*)²² con la costituzione tedesca.

Tralasciando in questa sede la dimensione costituzionale interna relativa alla legittimità costituzionale del *Eigenmittelbeschluss-Ratifizierungsgesetz*,²³ per concentrarsi brevemente su aspetti di diritto eurounitario relativi alla compatibilità del DRP e *NGEU* con i Trattati, si nota preliminarmente come la sentenza del *BVerfG* del 6 dicembre 2022 sia complessa ed elaborata ed offra spunti interessanti per l’interpretazione dei rilevanti articoli dei Trattati,²⁴ anche sulla base della mancata attivazione della procedura di domanda pregiudiziale ai sensi dell’art. 267.3 TFUE, nonché dell’opinione dissenziente del Giudice Müller su aspetti centrali della

¹⁸ *BVerfG* decisione del 13 ottobre 2022, - 2 BvR 1111/21 sulla quale v. il commento molto critico di KERBER, *Die erweiterte Haftung durch das ESM-Ergänzungsübereinkommen und der Rückzug des BVerfG aus der Integrationskontrolle*, in *JuristenZeitung*, 2023, p. 4008 ss., che qualifica come regressiva (p. 409) la decisione per la sovranità (di bilancio) della Germania.

¹⁹ V. BONINI, cit., *passim*.

²⁰ Per una critica ISSING, *The Covid-19 crisis: A Hamilton moment for the European Union?*, in *International Finance*, 2020, p. 340 ss.

²¹ V. il Rn. 14 della sentenza del 6 dicembre 2022 e il Rn. 177 ove si legge riportata l’affermazione del ministro Olaf Scholz riferita al DRP e al *NGEU*: “Hinter diesem etwas technisch klingendem Begriff „Eigenmittelsystem der EU“ verbirgt sich sehr viel. Es gibt die einen, zu denen ich gehöre, die das als einen notwendigen und überfälligen Schritt in Richtung Fiskalunion EU ansehen“.

²² Pubblicata nella Gazzetta ufficiale tedesca il 28 Aprile 2021 dopo una preliminare pronuncia di compatibilità da parte del *BVerfG* del 15 aprile 2021, - 2 BvR 547/21.

²³ Sulla quale v. BONINI, cit., *passim*.

²⁴ BONINI, cit., p. 165, parla di “... «sentenza-trattato» che fornisce l’interpretazione di disposizioni dei Trattati istitutivi determinanti per comprendere la natura giuridica della «Decisione» ...”. Il *BVerfG* analizza infatti la legittimità costituzionale della legge di ratifica tedesca e indirettamente anche la compatibilità del DRP e *NGEU* con i Trattati tramite il controllo Ultra-vires (Rn. 128) e l’*Identitätskontrolle* (Rn. 138) che sono in ogni caso da applicare *zurückhaltend* e *europarechtsfreundlich* (Rn. 139)

questione. In questa sede si introduce brevemente il *NGEU* (Sez. 2.), per poi concentrarsi solo schematicamente sulla sentenza del *BVerfG* (Sez. 3.) nei limiti strettamente necessari ad una analisi del *NGEU* quale contributo e come step ulteriore verso una futuribile unione fiscale (Sez. 4), il tutto seguito da brevi conclusioni (Sez. 5).

2. Il *NGEU* è stato il più importante strumento fiscale con il quale l'Unione europea ha reagito alle devastanti conseguenze economiche della crisi pandemica iniziata a marzo 2020.²⁵ Come è noto,²⁶ il *NGEU* è stato concretizzato tramite due atti del 14 dicembre 2020, ossia con la Decisione del Consiglio 2020/2053 (Decisione sulle Risorse proprie, DRP) basato sull'art. 311.3 TFUE, decisione che ha anche rivisto il piano di finanziamento dell'Unione per il periodo 2021-2027, così come attraverso il Regolamento del Consiglio 2020/2094 che istituisce uno strumento dell'Unione europea per la ripresa, a sostegno alla ripresa dell'economia dopo la crisi COVID-19 (*European Recovery Instrument*, EURI), basato sull'art. 122 TFUE.²⁷ Successivamente,

²⁵ Per una ricostruzione della dinamica politica che ha portato al *NGEU* nel corso del 2020, v. SCHELKE, *Fiscal Integration in an Experimental Union: How Path-Breaking Was the EU's Response to the COVID-19 Pandemic?*, in *Journal of Common Market Studies*, 2021, p. 44 ss. Su crisi pandemica e dinamiche dell'Unione europea, v. le riflessioni di CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, p. 167 ss.

²⁶ Sul *NGEU*, v. SCHORKOPF, *Die Europäische Union auf dem Weg zur Fiskalunion*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2020, p. 3085 ss.; NETTESHEIM, *Next Generation EU: Die Transformation der EU-Finanzverfassung*, in *Archiv des öffentlichen Rechts*, 2020, p. 381 ss.; DE WITTE, *The European Union's COVID-19 Recovery Plan: The Legal Engineering of an Economic Policy Shift*, in *Common Market Law Review*, 2021, p. 635 ss.; STEINBACH, *Next Generation EU – Rechtliche Aspekte der Aufbau- und Resilienzpläne*, in *Zeitschrift für Gesetzgebung*, 2022, p. 1 ss.; LEINO-SANDBERG-RUFFERT, *Next Generation EU and Its Constitutional Ramifications: a Critical Assessment*, in *Common Market Law Review*, 2022, p. 433 ss.

²⁷ Per il quadro finanziario pluriennale, v. il Regolamento (UE, Euratom) 2020/2093 del Consiglio del 17 dicembre 2020 che stabilisce il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027, nonché l'Accordo interistituzionale fra il Parlamento europeo, il Consiglio dell'Unione europea e la Commissione europea sulla disciplina di bilancio, sulla cooperazione in materia di bilancio e sulla sana gestione finanziaria, nonché su nuove risorse proprie, compresa una tabella di marcia per l'introduzione di nuove risorse proprie del 16 dicembre 2020. Sulla relazione fra (evoluzione del) quadro pluriennale 2021-2027 e *NGEU*, v. DE WITTE, cit., p. 644 ss.

il 21 febbraio 2021 si è aggiunto il Regolamento 2021/241 del Parlamento e del Consiglio che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility Regulation*, RRF) basato sull'art. 175.3 TFUE riferito alla coesione economica, sociale e territoriale.

Il *NGEU* come piano finanziario e fiscale per far fronte alla crisi economica dovuta al Covid-19 (cons. 14 ss., DRP) prevede in sostanza (art. 5 DRP) (i) il potere eccezionale e temporaneo per la Commissione europea di contrarre prestiti per conto dell'Unione per un importo massimo di € 750 miliardi fino al 31 dicembre 2026, (ii) entro il 2026, sia la erogazione agli Stati membri fino a € 360 miliardi in forma di prestiti, che (iii) la erogazione agli Stati membri fino a € 390 a fondo perduto, (iv) il rimborso integrale di tutte le passività derivanti dal potere della Commissione di contrarre prestiti al più tardi entro il 31 dicembre 2058, (v) un meccanismo di suddivisione del rischio derivante dalla impossibilità per uno Stato membro di non poter far fronte ai suoi obblighi derivanti dai rimborsi, nonché (vi) l'aumento dei contributi degli Stati membri al fine del rimborso dei prestiti (art. 6 DRP), (vii) il tutto al fine di consentire agli Stati membri di investire le risorse ottenute dalla Commissione nell'ambito di ambiti/materie e programmi stabiliti e coordinati a livello di Unione/Commissione, rimanendo la politica economica degli Stati membri coordinata (art. 1 EURI e RRF).²⁸

3. L'analisi della compatibilità del DRP e del *NGEU* con i Trattati svolta dal *BVerfG* sostanzialmente procede lungo tre direttrici argomentative che qui si riportano schematicamente e per sommi capi,^{29,30} e si conclude con la dichiarazione

²⁸ Sulla tensione fra politica economica coordinata e politica di coesione in cui si colloca il *NGEU/RRF*, v. STEINBACH, cit., p. 11.

²⁹ Esplicitati già nei Rn. 147 a 149 dove la Corte tedesca rileva che il DRP non contrasta in conclusione con il diritto eurounitario in modo manifesto e argomentati nei Rn. da 148 a 210.

³⁰ Si omette in questa sede invece la trattazione delle questioni relative alla compatibilità costituzionale della legge di ratifica interna argomentate nei Rn. da 211 a 235. Secondo quanto specificato nel Rn. 147 infatti la sentenza è suddivisa in 3 parti: (1) analisi del DRP in termini di compatibilità con

di non necessità di una richiesta di questione pregiudiziale alla CGUE.³¹

3.1. In un primo *step*, la Corte costituzionale tedesca analizza la questione relativa alla possibilità per la Commissione europea di contrarre debiti sul mercato dei capitali in nome della Unione europea.³² La Corte inizia con la considerazione che i Trattati non prevedono una competenza esplicita (nel senso dell'art. 5.1, primo periodo e 5.2 TUE) che consenta alla Unione di contrarre prestiti. La Corte parte dal presupposto che dato che dalla sistematica degli artt. 4.1 e 5.1., primo periodo e 5.2 TUE, si implicherebbe la necessità di una autorizzazione in tal senso, si conclude in genere per un generale divieto di indebitamento, confermato dagli stessi organi della Unione (Rn. 152) e dalla dottrina (prevalentemente di lingua tedesca) ancorché con alcuni distinguo (Rn. 153-154). La Corte conclude però che i Trattati non prevedono un divieto assoluto di indebitamento e che anzi l'art. 318.1 TFUE presuppone l'esistenza di debiti (Rn. 155). Dopo aver ricordato che in passato l'Unione ha contratto limitati debiti (Rn. 156), la Corte rileva come la dottrina ritenga possibile l'assunzione di debiti che sia limitata e vincolata e non destinata alla copertura del bilancio generale (Rn. 157).

La Corte, in risultato, ritiene che l'assunzione di debiti da parte della Unione europea risulti vietata allorquando sia funzionale al finanziamento del bilancio generale, perché ciò richiederebbe una autorizzazione (*Befugnis*) in tal senso sulla base del principio di attribuzione delle competenze ex art. 5.1., primo periodo e 5.2. TUE, attribuzione attualmente inesistente (Rn. 158).

L'assenza di una tale attribuzione di competenza all'indebitamento non viene sanata né dalla necessità di ratificazione dell'DRP previsto dall'art. 311.3, terzo

l'*Integrationsprogramms* costituzionale, (2) analisi della compatibilità del DRP con la *Verfassungsideutität* e (3) analisi del possibile pregiudizio derivante dal DRP al *Recht auf demokratische Selbstbestimmung*.

³¹ Rn. 236 e 237.

³² Rn. da 150 a 171. Si noti che mentre il testo tedesco e francese utilizzano “in nome di” il testo italiano e inglese utilizzano “per conto di”/“on behalf of”.

periodo TFUE, dato che in ogni caso l'art. 311 TFUE, includente una limitata attribuzione ex art. 5.1. primo periodo e 5.2 TUE, è vincolato al diritto primario pertinente (Rn. 159), né dal fatto che deviazioni dall'art. 311.2 e 311.3 TFUE potrebbero essere giustificate dal fatto che un indebitamento è necessario per la realizzazione del *NGEU*, perché la formulazione di una azione politica non apre una competenza.³³ Il Consiglio non è infatti autorizzato ad una trasformazione dell'architettura finanziaria della UE, anche ove decida all'unanimità, essendo necessario a tal fine una modifica dei Trattati ex art. 48 TUE (Rn. 160).

La Corte conclude che la questione non è dirimente dato che gli artt. 4 e 5 DRP non rappresentano una tale deviazione e non comportano una attribuzione per l'assunzione di debiti per il finanziamento del bilancio generale (Rn. 161).

A questo punto, la Corte passa in rassegna le caratteristiche del debito contratto tramite l'art. 5 DRP per valutare e concludere per la compatibilità dell'assunzione di debiti con la formulazione delle "altre entrate" (*sonstige Mittel*) dell'art. 311.2 TFUE e con i principi della costituzione finanziaria del diritto primario. In particolare, il *BVerfG* si concentra su quattro aspetti (Rn. 162): (aa) sul fatto che l'attribuzione per l'assunzione di debiti come altre entrate è data dallo stesso DRP,³⁴ (bb) sul fatto che sulla base degli artt. 4 e 5 DRP questi mezzi possono essere utilizzati solo in modo vincolato per un compito che si può basare su una interpretazione dell'art. 122 TFUE quantomeno non manifestamente indifendibile,³⁵ (cc) sul fatto che l'attribuzione è a tempo determinato e limitata nell'importo,³⁶ e da ultimo (dd) sul fatto che la somma dei debiti non può manifestamente superare quella delle risorse proprie.³⁷

3.2. La Corte esamina, poi, la relazione fra l'art. 122 TFUE e gli artt. 4 e 5 del

³³ "Die Formulierung eines politischen Handlungsziels allein eröffnet keine Kompetenzen", Rn. 160.

³⁴ Rn. dal 163 al 170. La Corte ritiene in risultato che il DRP basi l'attribuzione della assunzione di debiti da parte della Unione come altri mezzi nel senso dell'art. 311.2 TFUE.

³⁵ Rn. dal 171 al 178.

³⁶ Rn. dal 189 al 192.

³⁷ Rn. dal 193 al 202.

DRP al fine di verificare che l'attribuzione all'assunzione di debiti come altre entrate non violi manifestamente l'art. 311.2 e 311.3 TFUE, se i mezzi sono ex ante strettamente vincolati ad una delle attribuzioni dell'Unione, concludendo al riguardo che l'utilizzo vincolato è dato dall'impiego delle risorse per far fronte alle conseguenze della pandemia da Covid-19 (Rn. 172). Ma la Corte va oltre e dubita addirittura della legittimità dell'art. 122 TFUE (come base giuridica del Reg. EURI) quale supporto degli stessi artt. 4 e 5 DRP, concludendo in risultato per la non manifesta escludibilità.³⁸ La Corte parte, infatti, dal presupposto che l'art. 122 TFUE sia una disposizione ad interpretazione restrittiva attuabile per gravi difficoltà, il cui contenuto precettivo rimane non chiarito nel dettaglio, ma all'esito di una analisi testuale e contestuale delle norme, giunge alla conclusione che nella valutazione dei presupposti applicativi dell'art. 122 TFUE il Consiglio e la Commissione godono di un ampio margine di valutazione e di manovra (Rn. 183), riconducendo questa sua interpretazione a quella fornita dalla CGUE nel caso *Pringle*,³⁹ così come a quella prospettata dalla dottrina.⁴⁰

3.3. Dopo l'analisi della compatibilità fra il DRP con il contenuto dell'art. 311 TFUE in termini di proporzionalità fra debiti contratti (come altre risorse) e risorse proprie,⁴¹ analisi conclusa positivamente sulla base di un conteggio settennale e non annuale,⁴² la Corte si sofferma sull'art. 125 TFUE quale norma di sistema anti *bail out*: la Corte constata che la Decisione 2020/2053 sul DRP non contrasta con l'art. 125 TFUE e, pur ipotizzando un suo possibile aggiramento, non ne rileva l'esistenza.⁴³ La

³⁸ Rn. dal 173 al 183.

³⁹ CGUE, C-370/12, del 27 novembre 2012. V. in particolare il Rn. 185 dove il *BVerfG* cita il punto 116 di *Pringle* a supporto della sua conclusione che l'art. 122.1 TFUE non copre situazioni in cui uno Stato membro abbia problemi finanziari ma include casi di catastrofi naturali o eventi eccezionali al di fuori del suo controllo.

⁴⁰ Rn. 188 in relazione all'art. 122.2 TFUE.

⁴¹ Dal Rn. 189 al 202.

⁴² Rn 202.

⁴³ Rn. 203 al 210.

Corte nota *in primis* che la compatibilità fra l'art. 125.1 TFUE e il DRP è data dal fatto che il DRP non prevede né una responsabilità della Unione europea verso gli Stati membri né un meccanismo per la responsabilità diretta degli Stati membri (Rn. 205). La Corte, tuttavia, si pone anche la domanda se il DRP possa rappresentare un'elusione dell'art. 125 TFUE (Rn. 206). Il *BVerfG* ricorda allora che scopo del divieto di *bail out* dell'art. 125 TFUE consiste nel fatto che gli Stati membri agiscano in modo autonomo nella loro politica finanziaria e che non si accollino reciprocamente la responsabilità per le loro obbligazioni.

La Corte parte dal presupposto che un *Finanzausgleich* (perequazione fiscale) tra gli Stati membri non è previsto dal diritto EU e che l'art. 125 TFUE assicura che gli Stati membri rimangano sottoposti ad una logica di (finanziamento di) mercato. In questo senso non si può neppure ricorrere all'art. 122 TFUE per aggirare il divieto di esenzione di responsabilità per le obbligazioni degli Stati membri dell'art. 125 TFUE.⁴⁴ La Corte analizza, quindi, il quadro della responsabilità così come delineato dalla Decisione 2020/2053 sul DRP e conclude per la sua legittimità sulla base del fatto che lo Stato membro inizialmente inadempiente è solo temporaneamente sostituito dagli altri Stati membri e rimane in ogni caso obbligato, non scattando quindi una corresponsabilità finanziaria degli altri.⁴⁵

⁴⁴ Rn. 207.

⁴⁵ Rn. 209-210. L'art. 9 della Decisione 2020/2053 al quale la Corte si riferisce recita: *Se uno Stato membro non è in grado di onorare, in tutto o in parte, l'attivazione a tempo debito, o se comunica alla Commissione che non sarà in grado di onorare l'attivazione, la Commissione, al fine di coprire la parte corrispondente allo Stato membro in questione, ha provvisoriamente il diritto di procedere ad attivazioni aggiuntive presso gli altri Stati membri. Tali attivazioni sono proporzionali alla previsione delle entrate del bilancio di ciascuno degli altri Stati membri. Allo Stato membro che non abbia onorato un'attivazione continua a incombere tale obbligo.* Queste conclusioni vengono ribadite anche nei Rn. 212 al 234 dove la Corte analizza in termini di *strikte Zweckbindung* e *klare Begrenzung von Höhe und Dauer* (Rn. 219) le conseguenze del DRP/NGEU sul bilancio federale tedesco per concludere, dopo un'analisi alquanto dettagliata e minuziosa, che le cifre in gioco (dai 21 ai 28 miliardi di euro annuali a seconda delle stime, Rn. 226) non incidono negativamente sulla *Verfassungsideutlichkeit des Grundgesetzes* in relazione alla complessiva responsabilità di bilancio del *Deutsche Bundestag*.

3.4. Infine, il *BVerfG* ritiene non necessaria una domanda pregiudiziale alla CGUE ex art. 267.3 TFUE. La Corte distingue fra gli artt. 122 TFUE e 311 TFUE e l'art. 125 TFUE. Per i primi due, non riscontra sulla base della sua stretta analisi del DRP né un superamento sufficientemente qualificato dell'*Integrationsprogramm* né un contatto con la *Verfassungsidentität des Grundgesetzes*, e sulla base del presupposto che la CGUE non interpreterebbe le due norme in modo più restrittivo, conclude così che i ricorsi risulterebbero in caso di domanda, inutili (Rn. 236). Per quanto riguarda invece l'art. 125.1 TFUE, la Corte lo ritiene un „acte éclairé” sulla base della sua interpretazione conforme alla sentenza della CGUE nel caso *Pringle* del 27 novembre 2012, per concludere che il DRP non oltrepassa le competenze derivanti dai Trattati (Rn. 237).

4. Semplificando e schematizzando, l'assetto di una unione fiscale fra una pluralità di unità statali per la fornitura di beni pubblici può presentare diverse modulazioni basate sui due elementi di base caratterizzanti la problematica fiscale, ossia le entrate e le spese, dato un particolare assetto istituzionale di rappresentanza politica nelle e fra le varie unità statali. Nel caso sia presente una entità centrale, l'architettura si può complicare prevedendo relazioni sia in senso orizzontale (rapporti fra le unità statali) che in senso verticale (rapporti fra l'entità centrale e le unità statali) fino ad andare ad incidere sulla capacità dell'entità centrale di avere delle entrate dirette, sia in termini di imposizione fiscale che della possibilità di emettere debito, anche in relazione alla questione della responsabilità per il debito emesso, nonché della capacità della entità centrale non solo di finanziare spese proprie (quali, ad esempio, una difesa comune o un sistema pensionistico comune) ma anche di ripartire le entrate ottenute tra le unità statali in chiave strettamente

redistributiva, in via permanente o a fini di stabilizzazione contro *shock* asimmetrici.⁴⁶

L'*Hamilton Moment* degli Stati Uniti del 1790, al quale si è fatto riferimento per caratterizzare il NGEU, si riferisce storicamente alla unionalizzazione (nei termini di una federalizzazione sulla unità centrale) del debito contratto dagli Stati dell'Unione per finanziare la guerra di indipendenza e alla contemporanea creazione di un ministero del tesoro a livello federale capace di emettere debito e imporre tassazione al fine di ripagare il debito e finanziare le (poche) spese federali.⁴⁷

Prima delle sentenza del *BVerfG*, il NGEU è stato valutato dalla dottrina giuridica con diversi gradi di benevolenza in ragione della sua strutturazione giuridica e compatibilità con i Trattati vigenti.⁴⁸ Recentemente, ma precedentemente al NGEU, vi sono stati diversi tentativi di approcciare la questione del completamento della unione monetaria con una unione fiscale, soprattutto (ma non solo) nei termini di un meccanismo di stabilizzazione fiscale per compensare *shock* asimmetrici che possano colpire alcuni Stati membri, sotto forma di *counter-cyclical fiscal transfer*.⁴⁹

⁴⁶ In economia pubblica il dibattito è tipicamente qualificato in termini di *fiscal federalism*, sul quale v. la utile introduzione di OATES, *Toward a Second-Generation Theory of Fiscal Federalism*, in *International Tax and Public Finance*, 2055, p. 349 ss. Sui pro e contra della *economics* del *public debt* in chiave di *political economy*, v. BLANKART, *The European Union's Debt Question: A Conceptual Viewpoint*, in *Constitutional Political Economy*, 1996, pp. 257 ss.; GWOSĆ-VAN DER BEEK, *Principles for a European's Public Debt*, in *Constitutional Political Economy*, 2003, p. 23 ss.

⁴⁷ V. SARGENT, *Nobel Lecture: United States Then, Europe Nov*, in *Journal of Political Economy*, 2012, p. 1 ss.

⁴⁸ Più positivamente, v. KUBE-SCHORKOPF, *Strukturveränderung der Wirtschafts- und Währungsunion*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2021, p. 1650 ss.; DE WITTE, cit., *passim*; in chiave più dubitativa, v. LEINO-SANDBERG-RUFFERT, cit., *passim*.

⁴⁹ Ci si riferisce in particolare a EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission. A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate*, Brussels, 28.11.2012 COM (2012) 777 final, p. 12 sia per quanto riguarda una capacità fiscale europea al fine di finanziare scelte di *policy* derivanti da un più profondo coordinamento delle politiche economiche che per rispondere a *shock* asimmetrici, seguito da FOUR PRESIDENT REPORT, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, 5 December 2012, p. 9 ss.; FIVE PRESIDENT REPORT, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, p. 14 ss.; COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione. Ulteriori tappe verso il completamento dell'unione economica e monetaria dell'Europa: tabella di marcia*, Bruxelles, 6.12.2017, COM(2017) 821 final, p. 13. V. poi anche COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il programma di sostegno alle riforme*, Bruxelles, 31.5.2018 COM(2018) 391 final e COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di*

È stato sostenuto che queste proposte si concentrerebbero prevalentemente sull'aspetto stabilizzatore per la correzione di *shock* asimmetrici in una (futuribile) unione fiscale europea non presente invece in altri sistemi.⁵⁰

Non è questa la sede per poter analizzare la questione relativa alla concreta realizzazione nei diversi modelli (federali) della funzione stabilizzatrice contro *shock* asimmetrici da parte dell'entità centrale.⁵¹ Tuttavia, si rileva come una semplice schematizzazione per qualificare una futuribile Unione fiscale europea, può identificare due aspetti caratterizzanti basilari sui quali poi parametrare il *NGEU* come costruzione giuridica accettata e "convalidata" dal *BVerfG*.

Un primo aspetto viene inteso come redistributivo. Esso si può ulteriormente suddividere in una dimensione di intervento temporaneo al fine di stabilizzare le finanze compromesse di una unità statale (Stato membro) colpita da uno *shock* asimmetrico,⁵² nei termini di un completamento della unione monetaria come zona monetaria ottimale, oppure permanente al fine di compensare squilibri economici tali da pregiudicare la coesione economica delle diverse unità statali e la tenuta (anche politica) in termini solidaristici dell'intero sistema (quindi come strumento di

regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione della Funzione europea di stabilizzazione degli investimenti, Bruxelles, 31.5.2018 COM(2018) 387 final.

Per una panoramica, v. FABBRINI, *Fiscal Capacity*, in *Reserach Handbook on EU Economic Law*, edited by FABBRINI-VENTORUZZO, Cheltenham, p. 107 ss.

⁵⁰ LEINO-SAARENHEIMO, *Fiscal Stabilisation for EMU: Managing Incompleteness*, in *European Law Review*, 2018, p. 623 ss, p. 635, dopo l'analisi dei casi di Australia, Canada, Germania, USA e Svizzera.

⁵¹ Per una panoramica della complessa letteratura economica rilevante (sia in termini di aggiustamenti tramite risorse private che pubbliche) e di alcune proposte di *policy*, nonché per una analisi limitata ai casi di Austria, Belgio, Germania, Spagna e USA, v. BURRIEL et al., *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems*, in *ECB Occasional Paper Series*, 239/April 2020; più recentemente anche per una panoramica della letteratura economica (e di scienza politica) successiva alla crisi pandemica con una proposta redistributiva in termini di fondi per occupazione più facilmente accettabile dalle opinioni pubbliche, v. FIGUEIRA-ESPINOZA, *Bargainig the Euro: Making an EU Fiscal Union Politically Acceptable*, in *European Review*, 2023, p. 252 ss.

⁵² La crisi pandemica è stata in parte simmetrica ma quello che è stato percepito e ritenuto economicamente e quindi politicamente come asimmetrica era la capacità di reazione dei diversi Stati membri in relazione alle loro capacità di reazione dati i diversi livelli di debito e quindi di spesa, sul punto v. cons. 14 Decisione 2020/2053 sul DRP.

Finanzausgleich vero e proprio).⁵³

Un secondo aspetto sicuramente più ambizioso in termini politici qualifica invece la futuribile unione fiscale europea al fine del finanziamento centrale di beni pubblici, considerati come funzionali al sistema (politico) della intera Unione europea quali, ad esempio, una politica di difesa comune o, come viene argomentato più recentemente, una politica di investimenti sostenibili o una politica migratoria comune.⁵⁴

Il *NGEU* e la sua “convalida” da parte del *BVerfG* rappresentano sicuramente una evoluzione verso una futuribile unione fiscale.⁵⁵ Sul piano delle entrate, il *NGEU* tramite una decisione *politica* ratificata da 27 Stati membri ha comportato la possibilità della emissione di debiti per cifre rilevanti (€750 miliardi) da parte della Unione europea. L'accettazione da parte del *BVerfG* della sostanziale modifica della proporzione fra entrate proprie e debiti contratti (come altre entrate), rappresenta un elemento centrale della sua convalida del meccanismo di finanziamento del *NGEU*.⁵⁶ Sul piano delle uscite, il *NGEU* ha comportato la possibilità per l'Unione europea di redistribuire cifre rilevanti fra gli Stati membri (€750 miliardi) anche a fondo perduto con Stati membri recipienti netti e Stati membri paganti netti (€390

⁵³ Per una analisi critica della fattibilità, v. KUBE, cit., p. 380 ss., anche in relazione al sistema del *Finanzausgleich* tedesco.

⁵⁴ La misura in cui vi siano delle contaminazioni fra la funzione stabilizzatrice (temporanea o permanente) e la funzione strutturale complica il modello di unione fiscale sia in termini teorici che pratici.

⁵⁵ Sul punto SCHORKOPF, cit., *passim*; lo stesso Giudice Müller nella sua opinione dissenziente rileva come “Der (im Ergebnis untaugliche) Versuch, Grenzen für künftige Kreditaufnahmen der Union aufzuzeigen, ändert nichts daran, dass die Senatsmehrheit den Einstieg in eine dauerhafte und grundlegende Veränderung der europäischen Finanzarchitektur ohne die erforderliche primärrechtliche Grundlage hinnimmt“ (Rn. 2) con la trasformazione delle *Haushaltsstrukturen* della Unione europea in *Richtung auf eine Fiskal- und Transferunion* (Rn. 29).

⁵⁶ Sulla possibilità per la Unione di emettere debito v. in genere, VON LEWISNKI, *Verschuldungskompetenz der Europäischen Union*, in *Zeitschrift für Gesetzgebung*, 2012, p. 164 ss. In senso critico alla argomentazione e conclusione del *BVerfG*, v. l'opinione dissenziente del Giudice Müller (Rn. dal 3 al 13), che qualifica l'ammontare elevato dei prestiti come “„zweite Säule”” di finanziamento insieme alle risorse proprie (Rn. 11).

miliardi) proprio nel senso di una *transfer-union*.⁵⁷

Per quanto riguarda l'aspetto redistributivo, infatti, il *NGEU* ha rappresentato una sua importante realizzazione, che si è potuta concretizzare ad ordinamento economico vigente, ossia sulla base degli attuali Trattati. Esso ha, quindi, anticipato, pur sulla base di un meccanismo provvisorio, una futuribile unione fiscale redistributiva permanente ai fini stabilizzatori contro *shock* asimmetrici per la quale sarebbe in ogni caso necessaria (probabilmente) una modifica dei Trattati.⁵⁸ Indipendentemente da una valutazione in termini strettamente giuridici, si osserva quindi che il *grünes Licht* dato dal *BVerfG* anche sulla base della non necessità della richiesta di questione pregiudiziale ex art. 267.3 TFUE,⁵⁹ accompagnata dalla non irragionevole assunzione che, laddove richiesta, la CGUE avrebbe in ogni caso dato il suo *placet* al provvedimento, portano a concludere che il *NGUE* sostanzia concretamente nel presente, un passo verso quella futuribile unione fiscale in termini almeno stabilizzatori, che storicamente dovrebbe poi rappresentare, da un punto di vista strettamente economico, il naturale sviluppo verso una unione monetaria ottimale.

Per quanto riguarda la redistribuzione permanente a fini di coesione solidaristica (*Finanzausgleich*) per la quale sarebbe in ogni caso anche necessaria una modifica dei Trattati, si nota come, nella misura in cui il *NGEU* ha finanziato anche programmi solo apparentemente collegati con la crisi pandemica, e ciò sia in termini

⁵⁷ Sul punto v. anche l'opinione dissenziente di Giudice Müller (Rn. da 32 a 34)

⁵⁸ Ma per la realizzazione di una unione fiscale a fini stabilizzatori sulla base dei Trattati vigenti v. FABBRINI, cit., p. 125 ss. IL *NGEU* dimostra in ogni caso che ove altri *shock* asimmetrici colpissero gli Stati membri l'Unione europea interverrebbe per non pregiudicare il corretto funzionamento della unione monetaria. Vale la pena a questo proposito citare la considerazione del Giudice Müller nella sua opinione dissenziente (Rn. 27): "Zudem verhält die Senatsmehrheit sich insoweit nicht zu dem rechtstatsächlichen Befund, dass in der Vergangenheit regelmäßig in Krisenzeiten geschaffene temporäre Instrumente zu dauerhaften Bestandteilen der europäischen Finanzarchitektur mutierten und dies von den Mitgliedstaaten am Ende regelmäßig mitgetragen wurde".

⁵⁹ Per una critica della mancata richiesta alla CGUE, v. l'opinione dissenziente del Giudice Müller (Rn. 23).

di qualità che di quantità,⁶⁰ è possibile affermare che esso abbia temporaneamente finanziato tramite risorse centrali, investimenti in programmi che sono inclusi formalmente nell'ambito dell'art. 175 TFUE (e, quindi, nell'ambito della coesione economica, sociale e territoriale ex artt. 174 TFUE) ma che possono essere funzionalmente inclusi nell'ambito della politica economica ex art. 119 TFUE, ove si ritenesse la formale distinzione tra i due ambiti non tenibile su un piano della realtà fattuale.⁶¹ Secondo questa chiave interpretativa, il *NGEU* rappresenterebbe quindi anche un esempio, se pur temporaneo, non solo di unione fiscale stabilizzatrice di uno *shock* asimmetrico ma anche di unione fiscale per il finanziamento corposo a fini di coesione permanente.⁶²

Più complessa, invece, la questione relativa alla opportunità o necessità di una unione fiscale strutturale con finanziamento centralizzato di beni pubblici considerati come di rilevanza "federale" (unionale). In questo caso la funzione fiscale della Unione europea dovrebbe essere riplasmata, sia in termini di entrate che di spese, con una modifica dei Trattati al fine di includervi le nuove competenze. In sintesi, essa comporterebbe in risultato una riqualificazione della stessa natura giuridica della Unione europea,⁶³ che rispecchierebbe l'intenzione politica di *segnare una nuova tappa nel processo di integrazione europea intrapreso con l'istituzione delle Comunità europee*.⁶⁴

5. Questo breve contributo ha proposto una lettura del *NGEU* come convalidato dal *BVerfG* quale possibile anticipazione, come esperimento temporaneo, di una futuribile unione fiscale europea ipotizzabile secondo due aspetti basilari. Un

⁶⁰ Per una critica alla decisione del *BVerfG*, v. l'opinione dissenziente del Giudice Müller (Rn. dal 14 al 21).

⁶¹ Sul punto anche DE WITTE, cit., p. 658 in risultato; KUBE, cit., p. 378, pur rimarcando la distinzione con una più tipica *Finanzausgleich*.

⁶² E persino strutturale per il finanziamento di beni pubblici europei ove si qualificassero clima e digitalizzazione come beni pubblici europei.

⁶³ Sulla quale v. PACE, *La natura giuridica dell'Unione europea: teorie a confronto*, Bari, 2021.

⁶⁴ Sulla dimensione politica di una unione fiscale che finanzia beni pubblici europei, v. il discorso del Presidente della Repubblica francese Emanuel Macron alla Sorbona del 26 settembre 2017, reperibile presso www.elysee.fr.

primo aspetto redistributivo è stato infatti temporaneamente realizzato sia in relazione alla risposta comune allo *shock* asimmetrico da pandemia Covid-19, che al massiccio trasferimento di risorse (anche a fondo perduto) a fini di coesione economica nel senso di una *transfer union*. Una unione fiscale redistributiva permanente richiederebbe in ogni caso una modifica dei Trattati, così come pure una unione fiscale dove l'entità centrale finanzia beni pubblici europei.

Stefano Lombardo

*Associato di Diritto dell'Economia
nella Libera Università di Bolzano*

EURO DIGITALE. TRA MONETA PROGRAMMABILE E PAGAMENTI CONDIZIONATI *

(Digital euro. Among programmable money and conditional payments)

ABSTRACT: *Lo scorso ottobre 2023 la Banca Centrale Europea, dopo un'indagine durata due anni, ha deciso di intraprendere una successiva fase di progettazione dell'euro digitale. Questo contributo intende soffermarsi su un aspetto particolarmente delicato della possibile progettazione: la "programmabilità". La nostra banca centrale è favorevole ad un futuro euro digitale che permetta all'utente di definire come effettuare i pagamenti automaticamente se si verificano determinate condizioni precedentemente stabilite dallo stesso utente. Sarebbe invece esclusa la declinazione della programmabilità, che consentirebbe al banchiere centrale di porre limiti «su dove, quando e chi i cittadini possono pagare con l'euro digitale». Di conseguenza non si tratta tanto di distinguere tra programmabilità della moneta e dei relativi servizi di pagamento ma di prestare molta attenzione al soggetto che può sfruttare tale operazione. In altri termini, in questo caso, il vero problema riguarda "chi" potrà scegliere e inserire eventuali vincoli sulla condizionalità dell'uso del denaro attraverso l'operatività consentita dagli strumenti di trasferimento.*

Last October 2023, the European Central Bank, after a two-year investigation, decided to undertake a subsequent design phase for the digital euro. This paper intends to dwell on a particularly delicate aspect of the possible design: the "programmability". Our central banker favours a future digital euro that allows the user to define how to make payments automatically if certain conditions previously established by the same user are verified. Instead, the declination of programmability would be excluded, allowing the central banker to set limits «on where, when or whom citizens can pay

* Contributo approvato dai revisori.

with the digital euro». Consequently, it is not so much a matter of distinguishing between the programmability of money and the related payment services but instead of paying close attention to the subject who can exploit this operation. In other words, in this case, the real problem concerns the "who" will be able to choose and insert any constraints on the conditionality of the use of money through the operation allowed by the transfer instruments.

SOMMARIO: 1. Inquadramento della tematica. – 2. Evoluzione della concezione tradizionale di moneta. – 3. Le “monete” attualmente in circolazione. – 4. La dematerializzazione e la potenziale confusione tra il concetto di moneta e quello degli strumenti di pagamento a essa connessi. – 5. La nozione di programmabilità/condizionalità. – 6. La vera questione: il soggetto cui spetta sfruttare la programmabilità. – 7. Alcune precisazioni in merito alle potenziali caratteristiche della futura moneta digitale pubblica. – 8. Osservazioni conclusive.

1. Lo scorso ottobre 2023¹, la Banca Centrale Europea, dopo un biennio di investigazione, ha deciso di intraprendere una successiva fase di progettazione relativa all’euro digitale, della durata di ulteriori due anni.

Dovremo quindi attendere il 2025 per avere maggiori certezze sulla futura moneta digitale pubblica, che potrebbe essere introdotta nell’eurozona.

Tuttavia, il report della BCE e la recente proposta di regolamento, relativa all’istituzione di un euro digitale², consentono di avere già ora alcune importanti indicazioni in merito al design che questo nuovo strumento di pagamento potrebbe assumere.

¹ BCE, *A stocktake on the digital euro. Summary report on the investigation phase and outlook on the next phase*, 18 ottobre 2023.

² Del Parlamento e del Consiglio Europeo 28 giugno 2023, consultabile in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52023PC0369>. Per un primo commento, v. FURNARI, SCHETTINI, *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di Regolamento. Tra innovazione tecnologia e adozione di massa*, in www.dirittobancario.it, del 31 luglio 2023.

Come si è già avuto modo di sottolineare in altra sede³, infatti, le monete digitali di banca centrale, proprio in virtù della tecnologia, possono dar vita a tipologie molto diverse le une dalle altre.

In considerazione di queste diverse potenzialità, ad esempio, l'euro digitale pare avviato a divenire una Central Bank Digital Currencies (o CBDC) di tipo retail, ossia a disposizione di tutti i consumatori, con valore legale, senza funzione di riserva di valore, che potrà operare sia *on-line*, sia *off-line*. Il suo utilizzo, inoltre, non sarà legato necessariamente al possesso di un conto di pagamento, sebbene questo potrebbe limitare l'accesso ad alcune tipologie di servizi.

Molti sono gli aspetti problematici su cui occorrerà lavorare, nei prossimi anni, prima di poter lanciare la nuova moneta e, tra questi, un profilo particolarmente delicato riguarda la questione relativa alla c.d. "programmabilità" della moneta, che secondo l'art. 2, n. 18 della proposta di regolamento cit., viene intesa come una «unità di moneta digitale con una logica intrinseca che limita la piena fungibilità di ciascuna unità».

Questo tema, come è noto, ha sollevato notevole interesse soprattutto tra gli addetti ai lavori e lo stesso Fabio Panetta, oggi nuovo governatore della Banca d'Italia, ha più volte ribadito che «L'euro digitale non sarà una moneta programmabile»⁴.

Presa di posizione che trova espressa previsione nell'art. 24, comma 2, della prop. di reg., ove si fa invece riferimento alla diversa, ma seppur connessa nozione di "servizi di pagamento condizionabili", ossia operazioni di pagamento in euro

³ MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022. In tema v. anche, MOTRONI, *I pagamenti non monetari nella finanza digitale europea. La prospettiva italiana*, Bari, 2023.

⁴ Così nell'intervento *L'euro digitale: la nostra moneta ovunque e per ogni necessità*, del 23 gennaio 2023, consultabile in https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp_230123~2f8271ed76.it.html. Posizione espressamente ribadita anche nelle slides dal titolo *Digital euro – a work in progress*, presentate all'European Banking Federation Executive Committee Meeting Frankfurt, del 10 marzo 2023, e consultabili in <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230310~f9a6d3e362.en.pdf>.

digitale che verrebbero disposte automaticamente una volta soddisfatte le condizioni predefinite e concordate tra il pagatore e il beneficiario (art. 2, n. 17 prop. reg.).

A parere di chi scrive, questo sarà sicuramente uno degli aspetti più innovativi che l'introduzione di una moneta digitale pubblica potrà presentare, rispetto all'attuale contante, ed ecco perché si ritiene necessario approfondire meglio simile questione che coinvolge non solo una nozione antica come quella di moneta, ma anche la connessa nozione di servizi di pagamento, nonché, lo stesso concetto di programmabilità, che, come vedremo, vengono talora richiamati con significati diversi.

Secondo la stessa BCE, infatti, l'euro digitale potrà consentire, ai privati, di usufruire dei c.d. pagamenti condizionati o programmabili, ossia di quei servizi che permettono «all'utente di definire le modalità con cui effettuare pagamenti in maniera automatica qualora siano verificate determinate condizioni stabilite in precedenza dallo stesso utente. Egli potrebbe, ad esempio, decidere di impostare un pagamento mensile automatico in euro digitali al fine di pagare l'affitto della propria abitazione».

Ciò che invece, secondo il banchiere centrale, non dovrebbe essere assolutamente ammissibile è un euro digitale che consenta alla BCE di fissare limitazioni «su dove, quando o chi i cittadini potranno pagare con l'euro digitale. Se lo facessimo, staremmo offrendo un voucher. E le banche centrali emettono moneta, non voucher».

Ma procediamo con ordine.

Prima di tutto occorre delineare la differenza, pur al momento talora sfumata, tra moneta e sistema dei pagamenti.

2. La moneta ha origini antiche, sebbene tuttora non abbia ancora trovato una condivisa e precisa definizione, soprattutto dal punto di vista giuridico⁵.

Proprio per questo, più utile ai fini della discussione, può essere richiamare la dottrina economica e i 3 filoni predominanti su cui si è concentrata, che come è noto hanno proposto: la moneta intesa come merce, la teoria statalista della moneta e, infine, quella sociologica.

Verso la fine dell'Ottocento, tutti gli studiosi di economia moderna aderivano a una concezione della moneta intesa come "merce", secondo una ricostruzione che poteva essere fatta addirittura risalire nel tempo fino ad Aristotele⁶.

In virtù di questa impostazione, la materialità e la tangibilità costituivano sue caratteristiche fondamentali, tali da richiedere una netta distinzione rispetto al diverso concetto di credito, legato invece al sistema bancario.

Considerata alla stregua di una merce, la moneta era vista come un mero strumento tecnico nell'ambito dei rapporti economici, che veniva adottato per semplificare le transazioni e il cui buon funzionamento finiva per non influenzare il processo economico. Essa costituiva, dunque, un mezzo neutrale, una sorta di

⁵ Dal punto di vista giuridico, la dottrina che si è occupata della moneta, l'ha fatto per lo più in correlazione con la funzione di adempimento dell'obbligazione pecuniaria, cui si ricollega la nozione di moneta legale. Ancor oggi in questo contesto, essa continua a essere caratterizzata da «una forte elasticità nei termini in cui viene calibrato all'interno dei diversi segmenti normativi di cui è oggetto», così, CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, n. 3, p. 332. In proposito si vedano, ad esempio, le precisazioni posta dall'Avv. Generale PITRUZZELLA, nelle Osservazioni generali presentate il 29 settembre 2020 nelle Cause riunite C-422/19 e C-423/19, in https://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf?docid=231781&text=&dir=&doclang=IT&part=1&occ=first&mode=DOC&pageIndex=0&cid=6467851#Footref31, secondo cui «Già solo da un punto di vista terminologico il termine «moneta» (in francese, «monnaie») può dar luogo a confusioni in quanto in altre lingue esso può essere tradotto con termini diversi, ovvero, da un lato, nel senso di «valuta», ossia di moneta legale in un determinato paese o unione monetaria (in inglese, «currency», in tedesco, «Währung»; questi sono i termini corrispondenti al termine moneta usati nel trattato per indicare l'euro). Dall'altro lato, il termine moneta può essere tradotto nel senso, utilizzato nel linguaggio comune con un senso più di carattere generale, di «denaro» (in inglese, «money», in tedesco, «Geld»)».

⁶ Passando poi per Locke, Petty, Hume, Cantillon e Adam Smith. Per questa ricostruzione v. INGHAM, *La natura della moneta*, Roma, 2016, p. 38 ss.

«“vestito” o un “velo” sulle cose che importano veramente»⁷.

A metà del XIX secolo, le teorie classiche sulla moneta ritenevano fermamente che il suo valore fosse collegato esclusivamente a quello del metallo prezioso con cui era stata forgiata e che i titoli di debito, emessi dalle banche, potessero considerarsi moneta, solo nel momento in cui fossero convertibili in oro o argento.

Questo nonostante già all'epoca, il contante stesse perdendo inesorabilmente terreno rispetto alla moneta bancaria.

Solo a partire dal XIX e fino all'inizio del XX secolo, grazie alla scuola tedesca⁸, prese piede una nuova teoria della moneta c.d. statalista, più in linea con il diffondersi dell'importanza del ruolo delle banche commerciali, che vennero valorizzate tramite il riconoscimento di un rapporto fiduciario con lo Stato. L'apice di questa impostazione può essere senz'altro considerata l'opera di Knapp⁹, che ammetteva come tale soltanto quella riconosciuta e accettata dallo Stato, in vista dell'adempimento degli oneri fiscali. Da qui la conseguenza che solo l'autorità pubblica potesse costituire la condizione necessaria e sufficiente per l'esistenza stessa della moneta¹⁰.

Questa tesi ebbe una grande influenza sul pensiero del noto economista inglese Keynes che nel suo Trattato precisava come dovesse essere esclusivamente lo Stato o la sua comunità a stabilire quale fosse la propria moneta. Potestà, così ampia, da poter giungere fino a riconoscere anche alle banche il potere di crearla. In

⁷ SCHUMPETER, *Storia dell'analisi economica*, Torino, 1972.

⁸ MUELLE, *The Magic Money Tree: The case against Modern Monetary Theory*, 2019, in https://www.academia.edu/43515559/THE_MAGIC_MONEY_TREE_The_case_against_Modern_Monetary_Theory.

⁹ *Staatliche Theories des Geldes*, 4 ed., München, 1923. Per una ricostruzione storica, a favore del dominio monetario dello Stato v. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 747 ss.

¹⁰ INGHAM, *La natura della moneta*, cit., p. 89 ss. SIEKMANN, *Restricting the use of cash in the European Monetary Union: Legal Aspects*, in Rövenkamp, Bälz and Hilpert, *Cash in East Asia*, (2017), pagg. 157 e ss.

questo caso, e a differenza di quanto ritenuto con la tesi precedente, la moneta diventava, però, «una misura astratta del valore», determinato e attribuito dalla presenza del soggetto pubblico, da cui consegue la trasformazione della moneta in uno strumento tutt'altro che neutrale nell'ambito del processo economico¹¹.

Su diverse posizioni, infine, si colloca chi, come Simmel e Weber¹², ha cercato di affrontare la questione dal punto di vista sociologico, giungendo a una ricostruzione della moneta come istituzione sociale.

Simmel¹³, in particolare, attribuiva alla moneta un valore astratto che si fondava non tanto sulla forza impositiva dello Stato, quanto sulla relazione e sulla fiducia di carattere sociale. La moneta¹⁴ era, dunque, prima di tutto una convenzione sociale¹⁵, che non poteva e non doveva perdere il proprio valore, salvo smarrirne qualsiasi utilità.

La diversità delle posizioni qui richiamate evidenzia gli sforzi compiuti, nel corso del tempo, per riuscire a inquadrare una nozione sfuggente, senza tuttavia raggiungere un risultato condiviso.

Consapevolezza che giustifica la scelta della dottrina economica di orientarsi più che sulla sua natura, sulle finalità che, con maggior unanimità di consensi¹⁶, le si attribuiscono e su cui ormai è stata raggiunta una prevalente unanimità, ossia il fatto che la moneta sia strumento di pagamento, unità di conto e riserva di valore¹⁷.

¹¹ INGHAM, *La natura della moneta*, cit., p. 100-101.

¹² WEBER, *Economia e società. Sociologia del diritto*, Torino, 2000; ID., *Economia e società. Comunità*, Roma, 2005.

¹³ SIMMEL, *La filosofia del denaro*, Torino, 2004.

¹⁴ Per quanto riguarda il concetto di moneta v. GIANNINI, PITTALUGA, *Moneta e istituzioni monetarie*, Milano, 2001. La natura fiduciaria della moneta è stata richiamata anche nel paper *Virtual Currency Schemes* della BCE, Ottobre 2012, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtual_currencyschemes201210en.pdf.

¹⁵ CARNEY, *The Future of Money*, discorso del 2 March 2018, in <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2018/mark-carney-speech-to-the-inaugural-scottish-economics-conference>.

¹⁶ MCLEAY, RADIA, THOMAS, *Money in the modern economy: an introduction*, *Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1*, in <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy>.

¹⁷ Nello stesso tempo, dal punto di vista giuridico, la moneta è mezzo di pagamento, strumento di

Secondo la prima accezione, la moneta assolve al compito di bene universale nell'ambito degli scambi, in quanto privo di un'autonoma capacità a soddisfare uno specifico bisogno umano, ma consente di acquisire, anche in futuro, ciò che sarà necessario per l'appagamento dei singoli¹⁸. La moneta attribuisce così al suo titolare il potere di acquistare una certa quantità di altri beni, tramite la sua movimentazione, ossia con il passaggio da un soggetto a un altro. Il fatto che il bene moneta abbia tale precipua funzionalità, non esclude certo che anche altre tipologie di beni possano essere utilizzati come oggetti di transazione, tra due parti private, che così convengono. Ciò non trasforma, però, detto bene in una moneta. Qualunque bene potrebbe essere utilizzato a questo fine, ma soltanto a condizione che le due parti siano concordi nell'attribuire a esso il medesimo valore e a considerarlo, quindi, come un mezzo di scambio accettabile.

Come unità di conto, invece, si intende la funzione della moneta relativa alla sua capacità di essere utilizzata come parametro del valore di un bene, espresso in forma numerica e perciò idoneo a essere determinato in modo uniforme e confrontabile, assumendo un ruolo indispensabile negli scambi commerciali.

Infine, come riserva di valore, la moneta, proprio perché si estrinseca in un potere di acquisto a esercizio differito nel tempo, è idonea a essere accantonata e altresì accumulata in vista di successive esigenze.

Questo approccio economico-funzionale alla moneta, che ha finora guidato il dibattito sul tema, prediligendo un'impostazione funzionale, pone in secondo piano ogni altro elemento astraendo dunque dalle sue caratteristiche materiali e concrete.

valutazione, oggetto di proprietà. Sul tema v. CARBONNIER, *Droit civil*, Parigi, 1975. Per una attenta ricostruzione storica di queste caratteristiche, che giunge a negare che debbano sussistere tutte e tre contemporaneamente v. BOSI, *Considerazioni giuridiche sulla moneta*, in *Giur. Comm.*, 2019, fasc. 6., p. 1070.

¹⁸ CIAN, *I concetti. Il denaro*, in id. (a cura di), *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, Torino, 2020, p. 46.

3. Ciò detto dal punto di vista teorico, è ora necessario chiarire quali tipi di moneta¹⁹ siano attualmente in grado di assolvere alle 3 funzioni appena richiamate.

Con il termine contante (o circolante) si intendono le monete metalliche e le banconote, ossia, al momento, la sola tipologia di moneta a disposizione del pubblico che viene emessa direttamente dal banchiere centrale.

Le riserve costituiscono una seconda tipologia di moneta, sempre emessa e controllata direttamente dai banchieri centrali, da cui però i retail sono esclusi, in quanto è costituita dai depositi che le banche commerciali devono detenere presso di essi.

La moneta bancaria (o scritturale), invece, è prodotta dalle banche commerciali, e consiste in un'annotazione relativa a un saldo disponibile, ossia alla quantità di moneta, messa a disposizione sul conto del cliente, che poggia su un «complesso meccanismo di interconnessioni temporali» che le attribuiscono il carattere della “disponibilità”²⁰. Essa viene trasferita attraverso specifici strumenti di pagamento come ordini di accredito su conto corrente (bonifici²¹) e, sempre meno spesso assegni bancari e circolari. La banca non si limita a trasferire fondi da un soggetto a un altro, ma grazie al cd. fenomeno del “moltiplicatore bancario”, procede a una vera e propria creazione di moneta²², che è ormai divenuta la forma di denaro più diffusa.

¹⁹ BECH, GARRATT, *Central bank cryptocurrencies*, BIS Quarterly Review, 2017, p. 55 ss, secondo cui per distinguere la moneta occorrerebbe basarsi su 4 criteri chiave quale l'emittente (banca centrale o altri); forma (elettronica o fisica); accessibilità (universale o limitata); meccanismo di trasferimento (centralizzato o decentralizzato).

²⁰ LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, p. 60.

²¹ PICO, *Ordine di bonifico e accredito in conto*, in *Banca, borsa e Tit. di credito*, 1972, II, p. 484 ss.

²² LEMME, *Moneta scritturale*, cit., p. 32 ss., secondo l'A, infatti, «la banca, compiendo operazioni di raccolta (passive) e di erogazione (attive), e ponendo le une in relazione alle altre in una attività “in serie”, è in grado di calcolare, su base statistica, quale percentuale del denaro presso essa depositato verrà richiesto in ogni dato momento dai depositanti». Inoltre, alla banca spetta altresì la fondamentale funzione di «convertitore di moneta fisica in moneta scritturale, o viceversa» (33).

La moneta elettronica, secondo la definizione contenuta nella dir. 2009/110/CE²³, costituisce, invece, un “surrogato²⁴ elettronico” di monete metalliche e banconote, memorizzate su un dispositivo elettronico, sia esso carta a microprocessore o una memoria di computer. In questo caso, la sua emissione è riservata alle banche e agli istituti di moneta elettronica (IMEL), poiché, a differenza di quanto accade con quella bancaria, in questo caso non opera il meccanismo della moltiplicazione, e quindi l'emittente è tenuto a digitalizzare esclusivamente l'esatto ammontare dei fondi che vengono versato dai titolari, senza poter operare a leva.

Tutte le categorie, che abbiamo finora richiamato, sono considerate moneta regolamentata, in quanto emesse da soggetti vigilati e controllati da parte dei singoli ordinamenti e sono denominate nella valuta nazionale, euro o altra.

Accanto a queste definizioni, è anche il diverso concetto, prettamente giuridico, di moneta legale, con essa intendendosi quel mezzo di pagamento che ciascun singolo ordinamento riconosce come capace di estinguere le obbligazioni pecuniarie, ivi incluse quelle che hanno come debitore lo Stato.

Oggi oltre a queste tipologie di moneta, pur con la cautela dovuta all'attuale incertezza definitoria, dobbiamo menzionare una categoria completamente diversa, ossia le c.d. valute virtuali o *cryptocurrencies* tipo bitcoin, ether, etc., che sono state definite come «a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community»²⁵.

²³ Del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE.

²⁴ Sul termine surrogato, v. CAPRIGLIONE, *I surrogati della moneta nella vigente normativa del T.U. n. 204 del 1910 sugli Istituti di emissione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1975, II, p. 365; ID., *L'emissione di assegni circolari a taglio fisso quale forma surrogatoria della moneta*, in ID., 1975, I, p. 13.

²⁵ BCE, *Virtual Currencies Schemes*, ottobre 2012, p. 13 in <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

Esse appartengono alla più ampia categoria dei *crypto-assets*²⁶ (o *tokens*)²⁷, intensa come una delle maggiori applicazioni della tecnologia *blockchain*²⁸. I *crypto-assets* possono essere definiti come «*a new type of asset recorded in digital form and enabled by the use of cryptography that does not represent a financial claim on, or a liability of, any identifiable entity*»²⁹.

Queste ultime, al di là delle molteplici differenze, possono dirsi caratterizzate da un insieme di elementi quali, il fatto di: essere create da soggetti privati tramite l'utilizzo di sofisticate tecnologie decentralizzate; di non essere detenute fisicamente dall'utente, ma conservate all'interno di portafogli elettronici, c.d. e-wallet; essere ottenute unicamente tramite scambio su una piattaforma, ricevute da un altro utente o come corrispettivo dell'attività di *mining*³⁰; essere caratterizzate da una estrema volatilità.

Sempre nell'ambito dei *crypto-assets*, soprattutto a partire dal 2019, hanno assunto una grande rilevanza le c.d. *stablecoins*, ossia quei gettoni digitali, sempre emessi da privati ma che si candidano a divenire dei reali concorrenti della moneta regolamentata, in quanto stabilizzano il loro valore ancorandosi ad altri assets o

²⁶ BROWN-HRUSKA, WAGENER, *The virtual currency regulatory framework in global context*, in *Capital Markets Law Journal*, 2018, vol. 13, issue 4, pp. 487-517.

²⁷ Per una definizione v. HM TREASURY, *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins: Consultation and call for evidence*, gennaio 2021, in https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/950206/HM_Treasury_Cryptoasset_and_Stablecoin_consultation.pdf, secondo cui «A cryptoasset is understood to be a digital representation of value or contractual rights that can be transferred, stored or traded electronically, and which may (though does not necessarily) utilize cryptography, distributed ledger technology or similar technology. The term 'token' is used interchangeably with 'cryptoasset' hereafter» (p. 4).

²⁸ Si noti che spesso i termini blockchain e DLT vengono usati come sinonimi. Su questo v. ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, del 7 febbraio 2017, sancisce che «distributed ledger – sometimes known as “blockchains” in the case of virtual currencies – are essentially records, or ledgers, of electronic transactions, very similar to accounting ledgers». Sempre più spesso, però, la blockchain viene richiamata con riferimento a bitcoin.

²⁹ ECB CRYPTO-ASSET TASK FORCE, *Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*, Occasional Paper, 2019, in <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf>, p. 3.

³⁰ Su questi aspetti e, più precisamente, sulle caratteristiche di bitcoin v. MATTASSOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading*, in *Riv. di Dir. banc.*, 2023, p. 283 ss.

valute. In questa categoria rientra, ad esempio, USDC.

Completamente diverse da questi asset privati sono, invece, le monete digitali pubbliche³¹ di cui si parla in questo scritto. Esse, infatti, – così come l'euro digitale – sono/saranno valute emesse direttamente dal banchiere centrale e ne rappresentano, pertanto, una diretta passività alla pari del contante, potendo così godere delle sue più ampie garanzie.

In particolare, dal punto di vista teorico, sono ipotizzabili diverse tipologie di valute digitali pubbliche e, più nel dettaglio, una “general purpose” o “retail” CBDC, ovvero una valuta digitale che può essere utilizzata da tutti gli utenti, ivi inclusi i privati, così come già accade per il contante, diventandone un equivalente digitale; oppure una c.d. “wholesale” CBDC, ossia riservata a specifici destinatari, quali in primis, le istituzioni finanziarie, come le riserve detenute presso i banchieri centrali.

Si noti ancora che, dal punto di vista della tecnologia, la moneta pubblica del banchiere centrale potrebbe essere realizzata sfruttando i sistemi accentrati tradizionali, ovvero i nuovi registri distribuiti.

Tenendo a mente queste distinzioni, è possibile ora procedere nella nostra indagine.

4. Per secoli³², la moneta ha conosciuto solo mere trasformazioni fisico-materiali passando dai metalli preziosi a più umili substrati cartolari. È solo a partire dagli anni '90 che si è verificata una ben più radicale metamorfosi dovuta alla

³¹ Mette bene in luce la differenza tra le CBDC e le altre crypto, ivi incluso bitcoin, NABILOU, *Testing the waters of the Rubicon: the European Central Bank and central bank digital currencies*, in *J Bank Regul* 21, 299–314 (2020), <https://doi.org/10.1057/s41261-019-00112-1>, 18. Per una precisa tassonomia soprattutto delle CBDC v. BECH, GARRATT, *Central Bank Cryptocurrencies*, cit.

³² Secondo l'opinione prevalente, sarebbe stata la Cina ad introdurre, per prima, la cartamoneta e il concetto di moneta legale. Sul punto, v. PRASAD, *Gaining Currency: The Rise of the Renminbi*, New York, Oxford University Press, 2017.

“smaterializzazione” o “dematerializzazione”³³ dei mezzi monetari seppur solo privati³⁴ – ossia di quel tipo di moneta che abbiamo definito come bancaria³⁵, fiduciaria o scritturale³⁶ e, da ultimo, elettronica³⁷ – cui ha fatto seguito la progressiva diminuzione dell’uso del contante, rimasto unico mezzo ancora esclusivamente fisico.

Se in un primo momento, infatti, la moneta di banca centrale aveva dovuto competere con documenti cartacei, come gli assegni, dagli anni 90’ si è affermato

³³ In generale su questo fenomeno v. SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 407; CALLEGALI, *I titoli di credito e i processi di dematerializzazione*, in *I titoli di credito*, AA.VV. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 110.

³⁴ La moneta bancaria rappresenta «l’insieme dei saldi disponibili dei conti in banca altresì detti “debiti bancari a vista”, la cui movimentazione è in grado di produrre il trasferimento di una certa disponibilità da un soggetto a un altro senza spostamento materiale di denaro contante», così SCIARRONE ALIBRANDI, *L’interposizione della banca nell’adempimento dell’obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997, p. 8.

³⁵ Secondo SCIARRONE ALIBRANDI, *L’interposizione della banca nell’adempimento*, cit., p. 2, nota 3, questi termini vengono «impiegati in misura prevalente per segnalare che la circolazione del denaro e dei diritti di credito tende sempre più ad affrancarsi dalla circolazione dei pezzi monetari e dei titoli cartacei».

³⁶ Circa il ruolo fondamentale che le banche commerciali svolgono nell’attuale contesto monetario, v. ROCHE, *Understanding the Modern Monetary System*, 7, 5 agosto 2011, (unpublished manuscript), in <https://ssrn.com/abstract=1905625>, che propone un approccio monetario realistico (Monetary Realism), mettendo in luce come in realtà ormai siano le banche a svolgere una funzione fondamentale nella creazione e gestione della moneta.

³⁷ Secondo la definizione della dir. 46/2000, essa può essere intesa come quel «valore monetario rappresentato da un credito verso l’emittente che sia memorizzato su un dispositivo elettronico; emesso dietro ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso; accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall’emittente». Da questo punto di vista, la moneta elettronica può essere considerata, dunque, come il primo tentativo di creare un contante digitale privato. In dottrina, v. *ex multis* GUERRIERI, *La moneta elettronica: profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015; CUOMO, *La moneta elettronica*, in *Diritto del Fintech*, Cian, Sandei (a cura di), Padova, 2020, p. 195 ss.; OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2001, p. 814 ss.; SICLARI, *Legislazione della nuova economia e disciplina codicistica: la moneta elettronica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, p. 476 ss. Concordano con il sostanziale fallimento o comunque il lieve impatto che questa innovazione ha determinato sul sistema dei pagamenti, DIDENKO, ZETZSCHE, ARNER, BUCKELY, *After Libra, Digital Yuan and COVID-19: Central Bank Digital Currencies and the New World of Money and Payment Systems*, 11/06/2020, EBI Working Paper Series n. 65/2020, p. 19, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3622311.

un utilizzo sempre più massiccio dei trasferimenti elettronici di fondi³⁸, che poggiano su passaggi tra conti deposito, tramite l'uso carte di credito o di debito nonché ultimamente anche strumenti di *mobile payment*, offerti dagli intermediari privati³⁹.

Anche la crisi del COVID-19 ha indotto un ulteriore cambiamento nelle abitudini di pagamento, spingendo verso forme ancora più contactless, così come ha incentivato il ricorso all'*e-commerce*⁴⁰. Tutti fattori che hanno determinato un'ulteriore accelerazione del processo di digitalizzazione monetaria e quindi, conseguentemente, una riduzione anche del ruolo del banchiere centrale nella emissione e nel controllo della sua moneta⁴¹.

Oggi, pertanto, la moneta più diffusa è sicuramente quella bancaria che, per poter circolare, e dunque assolvere alla funzione di strumento di pagamento e di scambio, ha bisogno di mezzi che ne consentano la movimentazione.

A seguito di un ordine di pagamento la banca procede ad addebitare sul conto corrente del cliente l'operazione e a registrarla. L'ordine di pagamento, a sua volta, può essere dato con diverse modalità. Mentre, come si è già detto, in passato esse erano per lo più cartacee, ormai da anni, in virtù della menzionata

³⁸ Sul tema, v. più nel dettaglio TROIANO, *I servizi elettronici di pagamento. Addebiti in conti non autorizzati: un'analisi comparata*, Milano, 1996; SANTORO, *Appunti sulla moneta elettronica*, in *Riv. not.*, 1986, p. 879 ss.

³⁹ L'innovazione tecnologica avrebbe consentito di avviare un "processo antitetico" rispetto a quanto era accaduto in passato, e che aveva giustificato la stessa cartolarizzazione dei diritti di credito, per ragioni di sicurezza e rapidità nella circolazione dei titoli, sul tema v. PROFETA, *L'evoluzione dei servizi di pagamento non armonizzati: l'assegno nella prospettiva della dematerializzazione*, in Mancini, Perassi (a cura di), *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, Banca D'Italia Quaderni giuridici, 2008 p. 179. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2007, 648 ss. In generale su questi aspetti v. BANCA D'ITALIA, *Libro bianco sul sistema dei pagamenti in Italia*, 1987, in <https://ebiblio.istat.it/SebinaOpac/resource/libro-bianco-sul-sistema-dei-pagamenti-in-italia/IST0017231>.

⁴⁰ BOAR, SZEMERE, *Payments go (even more) digital*, Bank for International Settlements, gennaio 2021, in https://www.bis.org/statistics/payment_stats/commentary2011.htm.

⁴¹ Per quanto riguarda la posizione della BCE, v. PANETTA, *Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis*, blog del 28 aprile 2020; ID., *Coronavirus accelerates shift away from cash*, in *Financial Time*, del 27 maggio 2020.

dematerializzazione dei titoli di trasferimento del credito, essi poggiano su una tecnica di movimentazione «contabile ed intermediata di allocazione della registrazione»⁴².

L'evoluzione della moneta e, più precisamente, la sua progressiva affermazione in forma bancaria e dematerializzata ha richiesto la creazione di un complesso sistema dei pagamenti⁴³ che ne consentisse il trasferimento.

Solo l'utilizzo della moneta contante, in virtù della *traditio*, permette alle parti di addivenire direttamente allo scambio della somma di denaro, senza la necessità di alcuna rete e, quindi, di alcun intermediario che partecipi e si inserisca nell'operazione. Esso è, infatti, per sua "essenza" una struttura decentralizzata⁴⁴.

In tutti gli altri casi, in cui la moneta bancaria ed elettronica privata viene trasferita tramite gli strumenti di pagamento, invece, la consegna del denaro si sostanzia nella movimentazione intermediata di conti, ossia viene movimentata tra le parti, grazie all'ausilio di altri soggetti (o payment service providers PSP).

In questo contesto, il pagamento diventa pertanto "un procedimento", inteso come «una pluralità coordinata di fatti ed atti, un'attività preordinata alla soddisfazione del creditore ed alla liberazione del debitore in cui alla consegna del numerario equivale l'accredito sul "conto" del creditore»⁴⁵.

Il trasferimento monetario si perfeziona così solo al termine di un complesso processo che si conclude con l'annotazione nelle scritture contabili degli

⁴² CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2007, 648 ss.

⁴³ Inteso come «a set of instruments, procedures, and rules for the transfer of funds between or among participants» that "includes the participants and the entity operating the arrangement», così, v. BIS & IOSCO, *Principles for Financial Market Infrastructures*, 2012, in <https://www.bis.org/cpmi/publ/dl01a.pdf>, p. 8, ove viene affrontata anche la questione relativa alle diverse tipologie di design che possono assumere i servizi di pagamento..

⁴⁴ Su questi aspetti, v. LUTHER, *Centralized, Decentralized, and Distributed Payment*, in *Am. Inst. For Econ. Res.*, 18 aprile 2018, in <https://www.aier.org/article/centralized-decentralized-and-distributedpayment-mechanisms/>.

⁴⁵ Così, ONZA, *Gli strumenti di pagamento nel contesto dei pagamenti on line*, in *Rivista di Diritto bancario*, 4/2017, p. 679; sul tema v. anche SCIARRONE ALIBRANDI, *Il diritto del sistema finanziario*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2013, p. 319.

intermediari coinvolti, ad opera del banchiere centrale quale responsabile della liquidazione delle posizioni sui conti degli intermediari finanziari stessi.

5. Conseguenza di questa progressiva digitalizzazione è dunque una stretta correlazione tra il concetto di moneta e quello di strumento/mezzo più propriamente di pagamento che ne consente la circolazione e rende di fatto possibile l'assolvimento delle funzioni che le sono proprie.

Da ciò discende, l'attuale confusione in merito alla relativamente nuova e connessa nozione di programmabilità.

Con questo termine, altrimenti richiamato come "condizionabilità", si fa riferimento alla possibilità di impiegare nei sistemi di trasferimento della moneta – e dunque tecnicamente nelle operazioni di pagamento – l'operatività di particolari protocolli informatici che consentono di facilitare, verificare e applicare un impiego condizionato non solo relativo al soggetto utilizzatore, ma altresì al luogo e ai modi in cui può concretizzarsi la prestazione⁴⁶. Facoltà che naturalmente discende dalla forma ormai digitalizzata dello strumento monetario.

L'art. 24 del regol., intitolato Operazioni in euro digitale "condizionate", prevede infatti che i prestatori dei servizi di pagamento e gli utenti potranno porre in essere operazioni di pagamento condizionate.

Si noti che l'idea di denaro condizionato non è certo nuova.

Finora, però, i mezzi di pagamento condizionati si sono concretizzati nella diffusione di particolari categorie di "buoni", a spendibilità limitata, che possono essere utilizzati solo per l'acquisto di determinati generi – si pensi ad esempio ai buoni governativi emessi dal governo italiano come il bonus cultura –, oppure alle compagnie aeree che attribuiscono "punti miglia".

⁴⁶ MAURJ, *Overcoming economic stagnation in low-income communities with programmable money*, in *The Journal Of Risk Finance*, 2019, 20(5):594–610, in <https://ideas.repec.org/a/eme/jrfpps/jrf-08-2019-0145.html>.

In questi casi, si tratta di strumenti adatti alla circolazione in circuiti ristretti, che peraltro richiedono spesso complesse procedure e lunghi tempi di realizzo.

La digitalizzazione della moneta interviene invece con forza proprio su questo aspetto poiché consente di aggiungere l'elemento di programmabilità/condizionalità alla moneta – e dunque non al buono – agendo naturalmente nella fase del suo trasferimento, ossia nell'ambito dei servizi di pagamento con cui avviene il passaggio da un soggetto a un altro.

Di qui, la sostanziale sovrapposizione o confusione tra il concetto di moneta programmabile e programmabilità dei servizi di pagamento connessi a quella determinata moneta, che si sta verificando.

Non è un caso che lo stesso concetto di moneta digitale programmabile abbia cominciato a diffondersi già negli anni '90, proprio nel momento della massiccia dematerializzazione dello strumento monetario ma, recentemente, abbia assunto ben altra incisività proprio grazie alle tecnologie decentralizzate⁴⁷.

Esse, infatti, soprattutto qualora le nuove monete digitali si avvalessero dell'operatività dei c.d. *smart contracts*⁴⁸, consentirebbero di fissare, *ex ante*, le condizioni di spendibilità del denaro⁴⁹, aprendo una serie di nuove potenzialità

⁴⁷ Ritene che questa potrebbe essere la soluzione migliore per sviluppare la programmabilità della moneta, MCLAUGHLIN, *Two paths to tomorrow's money*, in *Journal of Payments Strategy & Systems*, 15 (1), 23-36, 2021, in <https://hstalks.com/article/6187/two-paths-to-tomorrows-money/>.

⁴⁸ Sugli smart contracts, v. *ex multis* BASSAN, RABITTI, *Recenti evoluzioni dei contratti sulla blockchain*. Dagli smart legal contracts ai 'contracts on chain', in *Riv. dor banc.*, 2023, p. 561; RAMPONE, *Smart contract: né smart, né contract*, in *Rivista di dir. priv.*, 2/2019, p. 1 ss.; BATTELLI, INCUTTI, *Gli smart contracts nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contratto e impresa*, 3/2019, p. 929 ss.; CAPACCIOLI, *Smart contracts: traiettoria di un'utopia divenuta attuabile*, in *Contratto e impresa*, 1-2/2016, p. 34 ss.; LEMME, *Gli smart contracts e le tre leggi della robotica*, in *Analisi giuridica dell'econ.*, 2019, p. 129 ss.; FAINI, *Blockchain e diritto: la «catena del valore» tra documenti informatici, smart contracts e data protection*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1/2020, p. 297 ss.; DE CARIA, *The Legal Meaning of Smart Contracts*, in *European Review of Private Law*, 2019, p. 731-752; DELFINI, *Blockchain, Smart Contracts e innovazione tecnologica: l'informatica e il diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2019, 167-178.

⁴⁹ AVITAL, HEDMAN, ALBISSON, *Smart money: Blockchain-based customizable payments system*, *Dagstuhl Reports*, 2017, 7(3):104–106, in <https://research.cbs.dk/en/publications/smart-money-blockchain-based-customizable-payments-system>.

anche per le future monete digitali pubbliche⁵⁰.

Da questo punto di vista, gli *smart contracts* sono in grado di amplificare le potenzialità e la libertà di sviluppo tecnico degli strumenti di pagamento, secondo un funzionamento altamente personalizzato, oltre che prestarsi a divenire un attrezzo multifunzionale rispetto all'operatività della stessa moneta in formato elettronico.

Essi sono programmi informatici auto-esecutivi, che rispondono alla logica dell'‘if-then’, permettendo così di coniugare l'immodificabilità e integrità dei sistemi distribuiti, con la condizionalità solo ipotizzabile di un evento futuro, che dovrà essere pertanto successivamente verificato, con conseguente attivazione del “contratto”.

Da questo punto di vista, secondo gli esperti, le soluzioni decentralizzate offrirebbero così l'opportunità di sfruttare una forma ben più avanzata di programmabilità⁵¹.

A questo proposito, è necessaria una precisazione.

Tecnicamente, infatti, la programmabilità potrebbe essere impiegata anche da una moneta digitale privata.

Tuttavia, in virtù, dell'attuale sviluppo tecnologico e integrazione tra le reti, è ragionevole immaginare che ci vorrebbero almeno altri vent'anni, prima di poter ottenere delle monete programmabili private, dotate di un'adeguata e diffusa circolazione in termini di interoperabilità.

Gli unici privati che potrebbero allora già proporre sul mercato una propria moneta programmabile, tale da renderla ad utilizzo diffuso, potrebbero essere solo

⁵⁰ WALKER, *Do we need programmable money?*, 14 settembre 2020, in <https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2020/09/14/do-we-need-programmable-money/>.

⁵¹ Secondo la BOE, peraltro, gli *smart contracts* potrebbero essere anche disaccoppiati dalle DLT, per implementare una varietà di sistemi diversi, ivi incluse le banche dati centralizzate, in tal senso v. il suo *Discussion Paper: Central Bank Digital Currency*, marzo 2020, p. 45.

da alcune big-Tech⁵², ponendo però delicati problemi di dominanza.

Di conseguenza, la moneta digitale pubblica potrebbe costituire l'occasione per offrire una programmabilità a utilizzo più generalizzato, tale da poter determinare un effettivo impatto sul sistema dei pagamenti, migliorandone anche l'efficienza; oltre a divenire un'importante alternativa rispetto allo strapotere monetario di alcuni privati.

La banca centrale potrebbe così mettere a disposizione dei privati, singoli e imprese, uno strumento "intelligente" capace di adattarsi e di programarsi a seconda delle esigenze di ciascuno.

Ed è proprio in quest'ottica che devono leggersi le disposizioni della bozza di regolamento che, sempre al già citato art. 24, e ai cons. 7, 30 e 55, non solo riconosce agli operatori dei servizi di pagamento la possibilità di sviluppare servizi aggiuntivi in euro digitale, tra cui le operazioni di pagamento condizionate, ma attribuisce altresì alla BCE il compito di garantire la funzionalità dell'infrastruttura necessaria per il compimento di suddette funzionalità.

Profili che, dal punto di vista tecnico, potrebbero giovare delle potenzialità offerte anche dalle infrastrutture DLT⁵³, qualora si optasse per questa possibilità dal punto di vista tecnologico. Queste potenzialità potrebbero essere, per l'appunto perseguite, grazie all'aggancio tra la moneta digitale – preferibilmente un token nelle sperimentazioni⁵⁴ – e uno *smart contract*, contenente le specifiche istruzioni di spesa.

⁵² Come è accaduto per la gestione di wallet come ApplePay o GooglePay, che si sono imposti sul mercato degli operatori tradizionali.

⁵³ La scelta per una tecnologia decentralizzata deriva dall'esperienza che l'ABI ha già maturato in questo ambito. Fin dal dicembre 2017, ABI Lab e NTT Data Italia hanno avviato Spunta Banca DLT, ossia un progetto privato di riconciliazione interbancaria finalizzato a creare una proof-of-concept blockchain utilizzando la piattaforma Corda di R3. Nel marzo 2020 il sistema basato su DLT è stato pienamente implementato in tutto il settore bancario italiano.

⁵⁴ Circa i diversi design che la moneta digitale di banca centrale potrebbe assumere sia consentito rinviare a MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit.

In questo senso, molte sono le applicazioni pratiche che la stessa ABI⁵⁵ sta studiando in considerazione, dalla possibilità di migliorare il sistema di acquisti online, all'utilizzo nell'ambito di bonus governativi come quello per la mobilità e la cultura, oppure la paghetta di un genitore verso un figlio (finalizzazione P2P).

Si pensi, ad esempio, alla possibilità di inserire un vincolo di pagamento collegato all'effettiva consegna delle merci; a fatture che si auto-eseguono al ricevimento di beni o servizi; al collegamento dei pagamenti a quelli successivi, allo stoccaggio o accensione di dispositivi tramite (IoT); alla possibilità di effettuare micro-pagamenti a costi accessibili; al pagamento automatico delle bollette energetiche in base all'utilizzo; alla raccolta di capitali mediante emissione di denaro programmabile anziché in azioni, etc.

Nel caso dei bonus sarebbe così possibile semplificare notevolmente il processo di pagamento poiché non sarebbe necessaria alcuna preventiva attività di accreditamento da parte dei singoli commercianti, che sarebbero identificati con certezza oltre a poter usufruire istantaneamente del pagamento, senza dover attendere i mesi necessari per potersi vedere rimborsato il bonus.

Sempre l'utilizzo di *smart contracts* potrebbe rendere anche possibile un processo di restituzione dei beni acquistati più affidabile e di facile utilizzo per il consumatore.

Al momento della consegna della merce restituita dal cliente, la somma di denaro potrebbe essere bloccata e conservata in un conto di garanzia, che lo rilascerebbe solo dopo la conferma o il rifiuto della restituzione; oppure, se applicati all'esecuzione di pagamenti per i prodotti in spedizione nelle cosiddette filiere corte, essi consentirebbero di suddividere la singola transazione in modo che il pagamento sia diretto al singolo venditore del prodotto e ai vari produttori che

⁵⁵ In proposito, v. ATTANASIO, *Innovative services based on retail (programmable) digital Euro Italian banks experimentation*, 5 luglio 2022, slides di presentazione in BCE durante la fase di Stakeholder engagement.

compongono la catena di approvvigionamento; così come sarebbe possibile l'esecuzione di pagamenti multipli previsti al momento dell'acquisto di un immobile attraverso la concessione di un mutuo, ad esempio il venditore, l'agenzia, il notaio, la banca del venditore per pagare un mutuo precedente, ecc.

Molteplici sono pertanto gli impieghi che potrebbe trovare una simile moneta connessa a un sistema di pagamento programmabile.

Si badi che l'apposizione di un simile vincolo non avrebbe poi alcuna conseguenza sulla natura della moneta stessa.

Una volta eseguito, infatti, il contratto intelligente svanirebbe e liberebbe il token, che sarebbe di nuovo spendibile senza nessun ulteriore vincolo. Il libraio, ricevuto il bonus cultura dall'avente diritto, potrebbe utilizzarlo liberamente per l'acquisto di qualsiasi bene o servizio, essendo la moneta token tornata a essere uno strumento di pagamento a spendibilità illimitata, come le tradizionali banconote.

6. Alla luce di questi chiarimenti, può essere ora possibile comprendere l'orientamento della BCE e, più precisamente, il modo in cui il concetto di programmabilità viene declinato.

Il nostro banchiere centrale sembra senz'altro favorevole a un futuro euro digitale che consenta «all'utente di definire le modalità con cui effettuare pagamenti in maniera automatica qualora siano verificate determinate condizioni stabilite in precedenza dallo stesso utente. Egli potrebbe, ad esempio, decidere di impostare un pagamento mensile automatico in euro digitali al fine di pagare l'affitto della propria abitazione»⁵⁶.

Quella che, invece, viene esclusa è quella declinazione di programmabilità che consentirebbe al banchiere centrale di fissare limitazioni «su dove, quando o chi

⁵⁶ PANETTA, *L'euro digitale: la nostra moneta ovunque e per ogni necessità*, cit.

i cittadini potranno pagare con l'euro digitale»⁵⁷.

Da ciò consegue che non si tratta tanto di dover distinguere tra programmabilità della moneta e dei relativi servizi di pagamento – di cui già si è detto – quanto piuttosto di porre estrema attenzione sul soggetto che potrà sfruttare detta operatività.

In altre parole, in questo caso, il vero problema riguarda il “chi” potrà scegliere e inserire eventuali vincoli circa la condizionalità dell'utilizzo della moneta, tramite l'operatività consentita dagli strumenti di trasferimento.

Da questo punto di vista, sono sicuramente tutti concordi sul fatto che i privati, nell'esercizio della propria autonomia contrattuale, possano scegliere modi e tempi con cui limitare reciproche prestazioni. Si pensi ai già richiamati esempi circa l'impiego nell'ambito dei pagamenti a filiera ridotta o alla possibilità di combinare più transazioni contestuali, nell'ambito di operazioni complesse; così come nessun dubbio potrebbe sorgere nel caso di un genitore che decida di vincolare la paghetta di un figlio all'acquisto di soli certi tipi di beni, escludendo invece alcool e sigarette.

Più complessa appare, invece, la legittimazione dei soggetti pubblici e dei banchieri centrali, in particolare, circa la possibilità di finalizzare l'utilizzo della moneta digitale a scopi e limiti, soprattutto se non si trattasse di qualche isolato e modesto bonus, come quello per la cultura o la mobilità, ma di un più vasto intervento di individuazione dei fini per cui il denaro può essere speso dai cittadini.

Ed è qui che arriviamo all'ipotesi che la BCE nega con decisione, ossia alla possibilità che il soggetto pubblico, sia esso il banchiere centrale o le autorità governative, possano utilizzare la programmabilità del futuro euro digitale per perseguire loro proprie finalità.

Seppur in casi estremi, simili potenzialità potrebbero tradursi in un sistema

⁵⁷ PANETTA, *L'euro digitale: la nostra moneta ovunque e per ogni necessità*, cit.

che consenta l'instaurazione di uno Stato di polizia che non solo potrebbe indirizzare i cittadini verso determinate scelte di spesa o acquisto, ma anche di premiarli o punirli in base al loro comportamento, con gravi conseguenze per la privacy e la libertà personale.

Alla luce di questo ulteriore passaggio argomentativo, appare allora evidente la ragione che spinge il nostro banchiere centrale a negare con decisione questo potenziale e futuro sviluppo dell'euro digitale, al fine di fugare ogni dubbio su potenziali derive antidemocratiche che sicuramente potrebbero, e a ragione, spaventare.

7. Per poter meglio comprendere detti timori, è necessario ampliare la prospettiva di indagine e richiamare, seppur brevemente, la discussione relativa alle novità che potrebbero essere correlate all'introduzione di una moneta digitale emessa dal banchiere centrale.

Secondo gli economisti, infatti, questo passo potrebbe non solo garantire che i singoli continuino a utilizzare una moneta di banca centrale, ma altresì consentire di dilatare i poteri dell'autorità monetaria centrale tramite il perseguimento di ulteriori obiettivi di politica monetaria, fiscali o sociali.

In linea teorica, infatti, la nuova natura digitale e programmabile della moneta pubblica potrebbe consentire di realizzare scenari finora impensabili, nell'attuale sistema.

Una CBDC programmabile potrebbe essere, ad esempio, impiegata per combattere l'inflazione e la deflazione, grazie a interventi programmati sulla quantità di moneta in circolazione; oppure potrebbe contribuire a gestire in modo più efficace anche eventuali tassi di interesse negativi per incoraggiare la spesa; o, ancora, potrebbe essere impiegata per distribuire contributi sociali direttamente ai

cittadini bisogni, agendo in un’ottica di inclusione finanziaria⁵⁸.

La programmabilità potrebbe dunque trovare importanti applicazioni per migliorare l’efficienza della politica monetaria⁵⁹, contribuendo a strategie non convenzionali – non solo come prestiti e programmi di acquisto di attività più mirati – ma anche a tecniche come la cd. *elicopter money*⁶⁰ –, che finora non sono ancora stati pienamente sfruttati proprio per i limiti intrinseci del sistema tradizionale⁶¹, soprattutto se il tutto fosse associato a un sistema centralizzato di identità digitale (ID digitali).

Ad esempio, la scelta di introdurre un tasso di interesse anche variabile⁶², potrebbe consentire alla banca centrale di esercitare un maggior potere discrezionale nel regolare i tassi nel corso tempo, parallelamente o indipendentemente dalle variazioni degli altri tassi di cui detiene il controllo⁶³, finanche a prevedere diversi scaglioni di remunerazione.

Se poi detta azione fosse accompagnata dalla progressiva eliminazione del contante, la politica monetaria potrebbe diventare ancora più incisiva fino a superare il c.d. vincolo dello “*zero lower bound*” o ZLB, ossia nella sostanziale impossibilità per la banca centrale di fissare tassi negativi. Decisione impossibile,

⁵⁸ In alcuni casi, ci sono anche state alcune prime applicazioni. In Nigeria, ad esempio, le carte d’identità nazionali vengono utilizzate come carte di credito prepagate.

⁵⁹ Sul punto v. ancora NABILOU, *Testing the waters of the Rubicon*, cit., p. 11-12. Per uno studio approfondito circa l’equilibrio ideale di allocazione di risorse tra contante e CBDC, ai fini della miglior politica monetaria, v. DAVOODALHOSSEINI, *Central Bank Digital Currency and Monetary Policy*, in <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/197889/1/1027813542.pdf>.

⁶⁰ Con tale espressione si fa riferimento a quelle tecniche che consentirebbero al banchiere centrale di far affluire liquidità direttamente ai privati e imprese, senza dover passare tramite l’intermediazione del canale bancario.

⁶¹ DYSON, HODGESON, *Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money*, in https://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/01/Digital_Cash_WebPrintReady20160113.pdf.

⁶² Sul punto, v. KUMHOF, NOONE, *Central Bank Digital Currencies – Design Principles and Balance Sheet Implications*, cit., p. 6. Nonostante questa possibilità, al momento, la maggior parte dei banchieri centrali, a partire dalla nostra BCE, parrebbe orientata a non voler percorrere questa strada per non rischiare di trasformare la moneta digitale in uno strumento di potenziale investimento.

⁶³ Naturalmente, per l’avverarsi di questa ipotesi sarebbe necessaria la totale eliminazione del contante. Nella dottrina economica, v. BLANCHARD, AMIGHINI, GIAVAZZI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Bologna, 2020.

nell'attuale contesto, ove la moneta contante potrebbe ancora fungere da riparo per gli agenti economici, che potrebbero essere indotti a reagire trasformando i loro depositi, con conseguente rischio di neutralizzazione della misura⁶⁴. Nello scenario appena ipotizzato, invece, il banchiere centrale potrebbe attuare simili provvedimenti, costringendo tutti gli operatori a uniformarsi alle variazioni imposte⁶⁵, con un potenziale miglioramento dell'efficienza della politica monetaria.

Da questo punto di vista, pertanto, uno strumento monetario intelligente e programmabile potrebbe costituire un'importante risorsa non solo per il banchiere centrale, ma anche per tutti gli altri soggetti pubblici dell'ordinamento, sia nazionali, sia europei.

Ampie potenzialità, dunque, che però al momento non paiono destinate a confluire nel futuro euro digitale.

8. Alla luce delle osservazioni che precedono, appare ora possibile meglio comprendere il dibattito che si è scatenato a seguito delle parole del banchiere centrale sulle caratteristiche del futuro euro digitale.

Il tema è senz'altro complesso, ma proprio per questo è indispensabile

⁶⁴ Molto diversa sarebbe, invece, la situazione che si verrebbe a creare se il banchiere centrale emettesse una retail CBDC, con possibilità per i privati di depositare i propri fondi direttamente presso di lui, saltando di fatto l'intermediario bancario tradizionale. Così facendo, esso potrebbe assumere il controllo diretto anche su tutti i depositi. Se poi, contestualmente, venisse abolito il contante, agli utenti non verrebbe data alcuna possibilità di sottrarsi anche in caso di tassi negativi. Su questo aspetto, relativo all'accentuazione dei poteri relativi alla politica monetaria del banchiere centrale come conseguenza dell'introduzione di una CBDC torneremo meglio in seguito. Un caso ancora diverso sarebbe quello in cui al posto di una CBDC, la moneta dominante dovesse diventare una global stablecoins privata. Per queste riflessioni v. NABOLOU, PRUM, *Central Banks and Regulation of Cryptocurrencies*, in *Journal of Financial Regulation*, 2019, 5 (1), pp. 29–63. Secondo questa dottrina, la BCE potrebbe affrontare siffatti rischi adottando sia misure legali (comprese quelle di vigilanza e sorveglianza) che misure non legali (o tecniche). Per quanto riguarda le misure tecniche, la BCE potrebbe migliorare l'efficienza dei sistemi di pagamento esistenti e affrontare le frizioni esistenti nelle infrastrutture di mercato per influenzare indirettamente i mercati della criptovaluta. In alternativa, potrebbe adottare una CBDC.

⁶⁵ Sulle questioni di politica monetaria relative all'introduzione di una CBDC, v. MEANING, BARKER, *Broadening narrow money: Monetary policy with a central bank digital currency*, in Bank of England Staff Working Paper No. 724 (May 2018), in <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2018/broadening-narrow-money-monetary-policy-with-a-central-bank-digital-currency>.

cercare di chiarire bene le molteplici questioni coinvolte.

In particolare, è necessario essere consapevoli della potenziale innovatività di una moneta digitale pubblica che possa consentire, tramite lo sviluppo di appositi servizi di pagamento, una più o meno programmabilità sia per finalità di carattere eminentemente privato, sia pubblico.

Con riferimento al primo aspetto possiamo senz'altro concludere che, al momento, almeno stando alle informazioni disponibili, sia il banchiere centrale europeo, sia gli operatori privati appaiono entrambi favorevoli allo sviluppo di un futuro euro digitale che possa consentire un uso della condizionalità a favore di privati e imprese.

Diversa è, invece, l'opinione relativa alla possibilità che dette potenzialità possano essere sfruttate da parte del banchiere centrale e, più in generale, dell'autorità pubblica, posto che entrambi le parti coinvolte nella discussione paiono concordi nell'escludere una simile possibilità.

Ciò chiarito, non ci resta che attendere i prossimi passi del nostro banchiere centrale e vedere quali fondamentali questioni relative al design saranno prese, ivi inclusa quella relativa alla programmabilità del futuro euro digitale.

Francesca Mattassoglio

Associata di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Milano-Bicocca