RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2016 - SUPPLEMENTO n. 1 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.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino – A. Troisi

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 PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, G. Vento, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato,* assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, R. Lener, C. Rossano

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Interventi svolti nel Convegno " Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della *sharing economy* ", organizzato dall'ADDE (Associazione docenti di diritto dell'economia), Milano 2- 3 dicembre 2016.

Roma, 20 gennaio 2017

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Prefazione* (Preface).....1

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *Presentazione* (Introdution).....2

ALESSANDRA CAMEDDA – *La rivoluzione tecnologica nel settore assicurativo: l'avvento dei* big data (Big Data & Insurance: potential benefits and issues).....5

ALLEGRA CANEPA – *Il* design *della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci* (Regulation and "Uberization" of the transport economy: market definition, users' protection and efficiency).....17

ELISABETTA CERVONE – *Strumenti di pagamento innovativi, interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale* governance *per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo* (Innovative payment instruments, interoperability and technological neutrality: which rules and governance for a secure, efficient and innovative market).....41

ANTONIO DELL'ATTI – *Asimmetria informativa nel mercato dell'intermediazione mobiliare e* big data*: quale contributo per la* nudge regulation *(*Information asymmetry in the securities market and big data: what contribution for nudge regulation).....71

GIAN LUCA GRECO, DINO DONATO ABATE – *Riserve di attività* versus *piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso "*Sardex*"* (Regulated activities versus virtual

currencies schemes: the "Sardex" case).....104

VALERIO LEMMA – *Soggettività bancaria e finanziaria nei modelli di* sharing economy (Banking and financial subjectivity in the sharing economy).....136

GIULIANO LEMME, SARA PELUSO – *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso Bitcoin* (Cryptomoney and disjointment from legal money: the Bitcoin case).....148

MADDALENA MARCHESI – *Linee evolutive della mediazione creditizia: tra i siti di comparazione e la consulenza indipendente* (Evolution of credit brokerage: comparison websites and independent advisory services)..... ..203

FRANCESCA MATTASSOGLIO – *La profilazione dell'investitore nell'era dei* big data*. I rischi dell'estremizzazione della regola del* "know your customer" (The Customer's profiling in the Era of Big Data.The Risks related to the radicalization of the "know your customer"'s role).....233

MARIA TERESA PARACAMPO – Robo-advisor*, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno* in fieri*?* (Robo-Advisor, financial advice and regulatory issues: What to do about a phenomenon in evolution?).....256

SUSANNA QUADRI – *L'approccio europeo alla* sharing economy (The european approach to sharing economy)..... 285

EDOARDO RULLI – *Banche, non-banche e* social network*: quale disciplina?* (Banks, non-banks and social networks: how to regulate them?)..... 301

ANDREA SACCO GINEVRI – Proxy advisors*, attività riservate e conflitto di interessi* (Proxy advisors, reserved activities and conflict of interests)..... 319

SILVIA SEGNALINI – *Piattaforme digitali: punto della situazione e* case study (Digital platforms: state of the art and case study)..... 340

PREFAZIONE
(*Preface*)

Consolidando una tradizione che vuole dar atto dell'impegno e dei risultati scientifici di alcuni giovani studiosi di 'diritto dell'economia', la '*Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*', edita dalla 'Fondazione Gerardo Capriglione Onlus', è lieta di ospitare i lavori presentati al Convegno dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE) sul tema «*Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy***»,** svoltosi a Milano nelle giornate del 2-3 dicembre 2016.

Le tematiche affrontate riflettono la complessità e la problematicità dei servizi collaborativi offerti dalle piattaforme e, più in generale, il carattere innovativo dei modelli finanziari alternativi a quelli tradizionali; argomenti che assurgono a presupposto di un indispensabile riferimento alle regole della scienza economica, che è a fondamento dei medesimi. Sicchè, un delicato compito sembra oggi prospettarsi per gli studi di diritto dell'economia e per la ricerca volta ad approfondirne gli ambiti ed a svilupparne la portata. Esso deriva dall'ineludibile bisogno di conoscenza delle variegate e composite ragioni che sono alla base di una realtà in rapida trasformazione, sulla quale interagisce l'innovazione tecnologica, ponendo l'esigenza di innovare gli strumenti interpretativi che, nel rispetto dei canoni tradizionali dell'ermeneutica giuridica, consentono di semplificare i processi e di definire i modelli di riferimento o *in fieri*.

Un significativo risultato emerge dall'incontro tenutosi a Milano; mi riferisco alla convergenza delle tesi sostenute verso la necessità, da più parti avvertita, di dar corso ad un utilizzo ancora più intenso di un criterio metodologico in grado di ricondurre in ambito giuridico l'analisi dei fenomeni riconducibili ai fondamenti della razionalità economica.

Roma, 20 gennaio 2017

Francesco Capriglione

PRESENTAZIONE
(*Introdution*)

Continuando la "tradizione" inauguratasi lo scorso anno, questo supplemento della 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia', racchiude – grazie alla generosa ospitalità del Prof. Capriglione – un ampio numero di paper che sono stati presentati nel corso del secondo Convegno associativo di ADDE (Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia), svoltosi a Milano il 2 e 3 dicembre 2016, sul tema "Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy".

Anche per questa seconda iniziativa associativa, con l'intento di valorizzare la molteplicità di interessi e approcci metodologici che da sempre contraddistinguono il SSD IUS05 nonché di dare spazio ai giovani studiosi della disciplina, si è scelto di costruire il Convegno sulla base di un Call for paper concernente una tematica ampia, di tratto trasversale rispetto ai vari mercati settoriali ma, purtuttavia, di assoluta centralità e attualità per il diritto dell'economia.

Così, dopo avere avviato lo scorso anno – attorno alla questione "Quali regole per quali mercati?" - una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione, si è ritenuto ora opportuno orientare l'indagine verso due fenomeni (alta innovazione tecnologica e sharing economy) – fra loro diversi pur se strettamente interconnessi - che hanno di recente fatto "irruzione" sulla scena economica offrendo molte nuove opportunità agli attori del mercato ma, altresì, ponendo non semplici sfide ai regolatori. Innanzitutto, l'incessante e sempre più rapido sviluppo tecnologico ha, per un verso, incrementato enormemente il numero di informazioni in circolazione rendendole direttamente fruibili (grazie all' ampliamento delle fonti di provenienza delle medesime) oltre che ad operatori professionali specializzati anche alla massa dei consumatori e, per un altro, consentito l'utilizzo sempre più diffuso di algoritmi come criteri decisionali anche in ambito economico. Inoltre, per varie ragioni fra le quali non ultima una crescente

sfiducia del pubblico nei confronti di operatori professionali (in primis del settore bancario-finanziario ma non solo), si è venuto diffusamente ad affermare il modello della cd. economia collaborativa (o sharing economy), connotato da un forte tratto di disintermediazione (quantomeno apparente) e costruito secondo la logica del peer-to-peer.

L'impatto (attuale e potenziale) di tali "novità" sui modelli tradizionali di relazioni negoziali in campo economico è molto forte: ne è riprova il fatto che già nell'oggi, in molti settori (trasporto, turismo, ambito bancario-finanziario, etc.), il soddisfacimento di un bisogno, che prima doveva di necessità passare attraverso una relazione contrattuale con un intermediario cui era "riservata" l'erogazione di determinati servizi/prodotti, può trovare risposta in una relazione diretta (anche contrattuale) con il portatore del bisogno opposto incontrato in un cd. marketplace (o piattaforma di intemediazione), sulla base dell'assunto (invero ancora tutto da verificare) che il gestore della piattaforma non svolga esso stesso attività che siano riconducibile all'area riservata.

Nonostante la novità e un certo grado di tecnicità del tema, la risposta al Call è stata anche quest'anno nutrita e ricca quanto a temi prescelti e ad approcci metodologici adottati e, all'esito di una valutazione preliminare, si è giunti alla selezione di una ventina di paper che sono stati presentati nell'arco di tre sessioni tematiche aventi rispettivamente ad oggetto: "Piattaforme digitali ed economia collaborativa: impatto su soggetti e contenuti delle attività economiche"; "Utilizzo di big data e algoritmi nei processi di intermediazione finanziaria e assicurativa:"; "Innovazione tecnologica, sistemi di pagamento e valute virtuali".

Proprio in considerazione della grande attualità della materia e del forte richiamo che la medesima presenta per i regolatori, nel contesto del Convegno si è voluto pure inserire una tavola rotonda alla quale hanno partecipato autorevoli esponenti di pressoché tutte le Authority di settore attive nel nostro Paese, chiamate a offrire il loro punto di vista su innovazione tecnologica e sharing economy

nell'ottica di un confronto sul più efficace approccio da adottare in un contesto connotato dalla molteplicità e dalla eterogeneità delle odierne fonti di produzione giuridica. Il dibattito che ne è uscito è stato molto interessante e ricco di spunti sia per gli stessi regolatori sia per gli studiosi, confermando una volta di più la vitalità di un settore scientifico chiamato per vocazione ad occuparsi, con metodo interdisciplinare e nel dialogo fra accademici ed operatori del diritto, di tematiche fra le più centrali e rilevanti nell'odierno contesto socio-economico.

Antonella Sciarrone Alibrandi

Presidente di ADDE

LA RIVOLUZIONE TECNOLOGICA NEL SETTORE ASSICURATIVO: L'AVVENTO DEI *BIG DATA* [*]

(*Big Data & Insurance: potential benefits and issues*)

ABSTRACT: *The collection and analysis of Big Data will revolutionize the insurance industry. They facilitate the knowledge of potential customers and the identification of their risk profile and improve the competitiveness of products and services offered. Despite the huge benefits that may ensue in terms of business activity development, the use of Big Data is problematic. The main problems relate to the personal character of the analyzed data and the possible conflict between their treatment and the privacy protection. Therefore, it must assess whether if new, stricter regulatory and supervisory actions on their management of the data by economic operators are necessary.*

SOMMARIO: 1. Premesse: il fenomeno "*Big data*". Definizione e caratteri. – 2. *Fintech* e *Insurtech*: la rivoluzione tecnologica nel settore finanziario e assicurativo. Il caso della r.c.auto. – 3. Le principali criticità: concentrazione del potere di mercato e tutela della *privacy.*

1. Negli ultimi anni, l'avvento di *internet* e dei *social network* nonché la diffusione presso il pubblico dei dispositivi mobili, telefonici e non, hanno dato luogo ad una vera e propria rivoluzione tecnologica. Rivoluzione che non può certo ritenersi approdata a risultati definitivi; accettata la sfida del digitale, gli operatori economici si trovano, infatti, a fronteggiare un nuovo fenomeno, quello dei *Big Data* oggetto delle presenti considerazioni.

Si fa un gran parlare di *Big Data*. Tuttavia, si tratta di un concetto dai contorni indefiniti e tanto incerti da ingenerare - soprattutto nei non addetti ai lavori - l'errata convinzione di una possibile sovrapposizione del relativo fenomeno con al-

[*]Contributo approvato dai revisori.

tri che, benché ad esso strettamente collegati, sono soltanto apparentemente simili[1]. Appare, dunque, doveroso tratteggiarne sinteticamente il contenuto.

In mancanza di una specifica definizione del fenomeno[2], i *Big Data* potrebbero essere descritti, in via di prima approssimazione, come l'enorme mole di informazioni e dati personali di cui è disseminato il *web*, anche grazie alla massiccia presenza dei *social network* nella vita quotidiana.

In realtà, una definizione di questo tipo si appalesa, per certi versi, riduttiva: le fonti dei *Big Data* sono molteplici ed eterogenee, in quanto costituite sia dal *web* **-** nell'ambito del quale i dati sono generati principalmente dai motori di ricerca, dai cc.dd. "*cookies"* e dai *social network* **-** sia dalle più comuni carte fedeltà dei negozi, sia dal c.d. "Internet delle cose" (*Internet of Things*; di seguito, "IoT").[3] Quest'ultimo, in particolare, pare destinato a divenire la principale fonte di generazione dei *Big Data*, trattandosi di un sistema tecnologico caratterizzato dalla connessione ad *internet* di qualsivoglia oggetto della quotidianità (si pensi ai telefoni cellulari, alle automobili, alle case); esso si sostanzia, infatti, nella creazione di una vera e propria rete tra oggetti, i quali - essendo dotati di un *chip* interno – rilevano e registrano informazioni, trasmettendole ad altri dispositivi.[4]

Non è un caso che, al fine di individuare meglio il fenomeno, le principali caratteristiche dei *Big Data* vengano compendiate nella nota formula di sintesi delle cosiddette "5V":

1. *Volume* (quantità)

[1]Ad esempio, quello di *Internet of Things*, sul quale v. *infra*.
[2]In tal senso, DE PADOVA, Big Data, *La nuova frontiera dell'IT*, in *Rivista degli infortuni e delle malattie professionali*, 2013, f. 1-2, p. 245.
[3]Così BOGNI – DEFANT, Big Data: *diritti IP e problemi della* privacy, in *Il Diritto industriale*, 2015, 2, p. 117.
[4]Già da queste primissime considerazioni emerge un dato: i *Big Data* e l'IoT sono fenomeni differenti. Per una limpida descrizione del fenomeno dell' "Internet delle cose", v. MORO VISCONTI, *Valutazione dei* Big data *e impatto su innovazione e* digital branding, in *Il Diritto industriale*, 2016, p. 47, il quale definisce l'IoT come un complesso di tecnologie altamente innovative aventi la finalità di rendere qualsivoglia oggetto, pur privo di vocazione digitale, un «dispositivo collegato ad *internet*, in grado di godere di tutte le caratteristiche che hanno gli oggetti nati per utilizzare la rete *web*».

2. *Viscosity* (varietà di fonti)
3. *Variety* (varietà di tipologie dei dati)
4. *Velocity* (elevata velocità di generazione).
5. *Virality* (velocità di trasmissione e diffusione).

La breve illustrazione dei caratteri dei *Big Data* consente di metterne in luce le potenzialità.

Se, infatti, il progresso tecnologico ha favorito l'accesso a quel preziosissimo bene che è l' "informazione", i sistemi di gestione dei *Big Data* consentono a chi ne disponga di conseguire un risultato di gran lunga superiore, ossia di elaborare, correlare e analizzare i dati disponibili e di trarre da tale processo, in tempo reale, nuove informazioni[5] e previsioni aventi un elevato livello di probabilità.[6]

L'interesse per il fenomeno, inizialmente circoscritto al settore della ricerca scientifica, si è, pertanto, progressivamente esteso alle grandi aziende, le quali potrebbero indubbiamente trarre dallo sfruttamento dei dati significativi vantaggi in termini di pianificazione del proprio *business*, di competitività e di consolidamento della propria posizione sul mercato.[7]

Ovviamente, l'enorme quantità dei dati raccolti e l'eterogeneità degli stessi e delle relative fonti rendono i tradizionali strumenti di gestione delle informazioni del tutto inadeguati all'amministrazione e analisi dei *Big data* ed impongono, pertanto, una nuova sfida agli operatori economici che intendano sfruttarne le potenzialità: l'investimento di ingenti risorse nelle nuove tecnologie, unico strumento in grado di garantire loro la "sopravvivenza" all'interno dei rispettivi mercati.

2. Le considerazioni svolte circa i vantaggi connessi all'uso dei *Big Data* da parte delle imprese si estendono anche al settore finanziario nel suo complesso.

[5]Così DE PADOVA, *La nuova frontiera dell'IT*, in *Rivista degli infortuni e delle malattie professionali*, 2013, p. 247.
[6]Cfr. BOGNI – DEFANT, Big Data: *diritti IP e problemi della* privacy, cit., p. 117.
[7]Cfr. DE PADOVA, *La nuova frontiera dell'IT*, in *Rivista degli infortuni e delle malattie professionali*, cit., p. 248 s.

In tale ambito, il fenomeno ha interessato soprattutto le banche e, segnatamente, la prestazione di servizi di credito; quest'ultima, infatti, è sempre più spesso effettuata tramite piattaforme digitali "*peer to peer*" (P2P) che, attraverso algoritmi, automatizzano la raccolta delle informazioni reperibili in rete con riguardo ai soggetti interessati al finanziamento e consentono la valutazione del merito creditizio di questi ultimi[8].

È chiaro, peraltro, che il sistema dei *Big Data* è inevitabilmente destinato a produrre effetti dirompenti anche sul mercato assicurativo.

La raccolta e l'analisi di tali dati offrono, infatti, notevoli opportunità sul piano della conoscenza della potenziale clientela, obiettivo primario delle imprese di assicurazione in quanto strumentale ad una più efficace individuazione del corrispondente profilo di rischio e ad un miglioramento della competitività dei prodotti e dei servizi offerti.

Nello specifico, lo sfruttamento dei *Big Data* potrà garantire una vera e propria personalizzazione dell'offerta assicurativa mediante l'adattamento dei servizi, in termini di qualità e prezzo, al profilo dei potenziali clienti e alle loro specifiche esigenze.

Per quanto concerne, in particolare, il prezzo dei servizi assicurativi, è stato in più occasioni evidenziato che, con l'avvento dei *Big Data*, l'evoluzione delle modalità di determinazione del premio è destinata a muoversi lungo tre direttrici:

1) la progressiva personalizzazione del premio, ossia la sua determinazione su base individuale con conseguente abbandono della logica della determinazione su base statistica;
2) il superamento del criterio di *backward-looking* in favore di una determinazione di tipo predittivo (c.d. *forward-looking*) fondata sull'analisi dei dati personali e comportamentali raccolti e delle previsioni altamente attendibili che ne

[8]In tal senso, v. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2014. Considerazioni del Presidente Salvatore Rossi*, p. 2, reperibile sul sito *www.ivass.it*, ove, tuttavia, si evidenzia che il fenomeno è ancora di dimensioni modeste a livello mondiale.

possono scaturire;

3) la dinamicità del premio, con periodico adeguamento della sua entità al variare del profilo di rischio del cliente.[9]

Quelli elencati non sono, tuttavia, gli unici vantaggi offerti dai *Big data* alle imprese assicurative. L'uso dei suddetti dati potrà, infatti, incidere positivamente anche sulla distribuzione dei prodotti assicurativi, senz'altro agevolata dall'incremento delle comunicazioni, anche commerciali, con i potenziali clienti, e sulla gestione e liquidazione dei sinistri; di queste ultime, in particolare, si prospetta un netto miglioramento grazie alle maggiori possibilità di ricostruire con precisione la dinamica dei sinistri e di scongiurare, per tale via, il rischio di frodi.

Le assicurazioni stanno, pertanto, incrementando i propri investimenti nello sviluppo di nuove applicazioni tecnologiche, anche al fine di consentirne un'efficace integrazione con i più tradizionali sistemi di raccolta dei dati e di distribuzione dei propri prodotti e servizi[10].

Attualmente l'uso dei *Big Data* in ambito assicurativo si registra soprattutto nel settore della r.c. auto mediante l'offerta di polizze che prevedono l'installazione, a bordo del veicolo, di dispositivi elettronici in grado di registrarne l'attività (le cc.dd. scatole nere).

In Italia il fenomeno della *Connected Car* è già una realtà, pur essendo la relativa regolamentazione piuttosto recente. È noto, infatti, che, nell'ottica di una più efficace lotta alle frodi assicurative e dell'auspicato contenimento delle tariffe praticate nel settore r.c.auto, il legislatore italiano ha provveduto a disciplinare ed incentivare l'uso delle scatole nere o di dispositivi similari soltanto nel 2012.

L'art. 32 del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito nella l. 24 marzo 2012, n.

[9]Cfr. SERVIDIO, Big data. *Siamo solo all'inizio*, in *Insurance Review*, 2015, p. 51 s.
[10]Secondo quanto riportato dall' *Italian AXA Paper n. 8 – Le sfide dei dati. Editoriale*, cit., p. 4, gli investimenti nella c.d. l'InsurTech ammontavano a circa 2 miliardi di dollari nei primi 9 mesi del 2016 e già nel 2015 si erano sostanzialmente triplicati a livello mondiale, passando da 0,8 nel 1024 a 2,6 miliardi.

27[11], ha modificato l'art. 132 del Codice delle assicurazioni, il quale, nel testo novellato, riconosce all'assicurato il diritto ad una significativa riduzione del premio qualora acconsenta all'installazione sul proprio veicolo dei suddetti dispositivi e, contestualmente, pone a carico delle compagnie assicurative i relativi costi di installazione, disinstallazione e funzionamento.

L'incentivo all'installazione delle scatole nere deriva dal fatto che l'uso dei dati da esse memorizzati, combinati con quelli provenienti da "fonti esterne" (ad esempio, quelli relativi al traffico e alle caratteristiche delle strade forniti dai GPS), consente alle imprese di assicurazione di godere di un ampio margine di personalizzazione del premio, cioè di determinarne l'entità in base all'effettiva condotta di guida dell'assicurato, secondo il modello del "*pay how you drive*".

3. Malgrado gli indubbi vantaggi che possono derivarne in termini di sviluppo delle attività di *business*, il ricorso ai *Big Data* e all'*Internet technology* presenta molteplici profili di criticità.

Suscita perplessità, in primo luogo, l'impatto dei *Big Data* sulla concorrenza nel settore assicurativo. Occorre, infatti, comprendere se l'acquisizione e l'analisi dei *Big Data* possa determinare una concentrazione del potere di mercato in favore di determinate imprese assicurative, alterando la concorrenza all'interno del settore e ostacolando, per l'effetto, l'accesso degli assicurati ai prodotti più adeguati alle loro esigenze.

Come è stato correttamente osservato, la notevole mole di informazioni in cui si sostanzia il fenomeno dei *Big Data* si concentra in capo a pochi soggetti e, segnatamente, in capo a coloro che in virtù del loro ruolo sono in grado di accedervi, monitorarle e analizzarle. Ma vi è di più. Il fatto che la raccolta, l'analisi e l'elaborazione dei *Big Data* richiedano il necessario utilizzo di strumenti tecnologici innovativi e all'avanguardia fa sì che anche qualora le informazioni risultassero, an-

[11]Recante: «Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività e meglio noto come "Decreto Sviluppo-*bis*".

che solo parzialmente, accessibili a tutti, la capacità di sfruttamento dei medesimi sarebbe comunque ad esclusivo appannaggio di un numero limitato di operatori.

Il problema riguarda evidentemente anche le assicurazioni: le imprese assicurative dotate di maggiore potere economico e che abbiano la possibilità di destinare una cospicua parte delle proprie risorse finanziarie agli investimenti in strumenti tecnologici di raccolta ed elaborazione dei dati altamente innovativi godranno, di fatto, di una posizione di vantaggio rispetto a *competitors* che ne siano sprovvisti. Ciò ancor più qualora questi ultimi tentino di accedere al mercato, non potendo essi far leva, in questo caso, neppure su un preesistente rapporto con la clientela al fine di poter offrire i propri prodotti.[12]

Il profilo di più elevata criticità, anche perché maggiormente avvertito da chi faccia uso delle nuove tecnologie, attiene, tuttavia, all'impatto del fenomeno in esame sulla sicurezza dei dati e sulla tutela della *privacy*.

I problemi sono generati dal carattere personale dei dati raccolti e alle insidie connesse all'uso dei dispositivi deputati alla loro acquisizione: le informazioni vengono spesso acquisite ad insaputa degli utenti durante la loro "navigazione" in rete, cioè con strumenti altamente tecnologici e non percepibili da un soggetto privo di specifiche competenze informatiche; altrettanto spesso la loro volontaria "cessione" agli operatori economici avviene al fine di ottenere da questi ultimi una serie di servizi soltanto apparentemente gratuiti (è il caso delle *App* per cellulari ma anche della semplice creazione di un account per l'utilizzo della posta elettronica o per l'accesso a siti di vendita *online*)[13]. Inoltre, i dati personali degli utenti sono inevitabilmente esposti alla minaccia del *cyber crime*, come testimoniato

[12]Sul punto, v. MANTELERO, *I rischi della concentrazione del potere informativo digitale e gli strumenti di controllo*, in *Dir. inf.*, 2012, f. 1, pp. 135-137, il quale mette in luce la mancanza di uniformità nella distribuzione delle informazioni sia sul piano della loro accessibilità che su quello della capacità di elaborazione delle medesime. In particolare, l'accesso ai *Big Data* risulta riservato principalmente ai soggetti che partecipano alla generazione dei medesimi dati (ad esempio, le pubbliche amministrazioni e le grandi imprese private) o a coloro che, pur non generando le informazioni, svolgono un fondamentale ruolo nella circolazione delle medesime, agevolandola (ad esempio, i *provider*).

[13]Così, BOGNI – DEFANT, Big Data: *diritti IP e problemi della* privacy,cit., p. 118.

dalla diffusione del fenomeno dell'*hackeraggio* dei dati, anche sensibili, salvati sul *cloud*.

Si pone, dunque, all'attenzione dell'interprete il problema del possibile contrasto del trattamento dei dati raccolti con la tutela della *privacy*; problema sul quale si sono registrati importanti passi avanti a livello europeo.

Sancito il principio generale secondo cui la *privacy* e la sicurezza dei dati devono necessariamente governare lo sviluppo e l'uso delle nuove tecnologie, le Istituzioni europee hanno recentemente portato a termine l'*iter* di approvazione del c.d. "Pacchetto protezione dati" presentato dalla Commissione europea nel gennaio 2012 e volto a delineare, per tutti gli Stati membri dell'Unione, un nuovo quadro comune in materia di tutela dei dati personali.

Il Pacchetto consta di due fondamentali provvedimenti: *a)* il nuovo Regolamento europeo in materia di protezione dei dati personali[14]; *b)* la Direttiva in materia di trattamento dati personali nei settori di prevenzione, contrasto e repressione dei crimini[15].

Merita tuttavia un breve cenno, in questa sede, il solo Regolamento, posto che - come si evince dalla parte dedicata ai "*Considerando*" - esso mira a contemperare il diritto fondamentale delle persone fisiche alla tutela dei dati personali[16] con altri valori di pari rango e, segnatamente, con il diritto alla libertà d'impresa[17]

[14]Si tratta del Regolamento 2016/679/UE *relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati*, con il quale è stata abrogata la direttiva 95/46/CE (recante il regolamento generale sulla protezione dei dati). Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (GUUE) lo scorso 4 maggio ed entrato in vigore il 24 maggio 2016, il nuovo Regolamento UE in materia di *privacy* diventerà definitivamente applicabile in via diretta a tutti gli Stati membri dell'UE a partire dal 25 maggio 2018; termine entro il quale i vari Stati dovranno adeguare le rispettive disposizioni interne in materia di protezione dei dati alla nuova disciplina comunitaria.

[15]Anche la Direttiva 2016/680/UE è stata pubblicata sulla GUUE il 4 maggio 2016; è in vigore dal successivo 5 maggio e dovrà essere recepita dagli Stati membri dell'UE nel termine 2 anni.

[16]L'articolo 8, par. 1, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e l'articolo 16, par. 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) sanciscono il diritto di ogni persona alla protezione dei dati di carattere personale che la riguardino.

[17]Il *Considerando* n. 4 del nuovo Regolamento europeo recita: "*Il trattamento dei dati personali dovrebbe essere al servizio dell'uomo. Il diritto alla protezione dei dati di carattere personale non è una prerogativa assoluta, ma va considerato alla luce della sua funzione sociale e va contemperato con altri diritti fondamentali, in ossequio al principio di proporzionalità. Il presente*

e, pertanto, ha importanti ricadute sul tema oggetto del presente lavoro.

Preso atto dell'incremento dei flussi di dati personali e del relativo scambio, anche a livello transfrontaliero, prodotto dallo sviluppo tecnologico e delle possibili ripercussioni di tale fenomeno sull'effettiva garanzia del diritto alla tutela dei suddetti dati, il nuovo Regolamento europeo sulla *privacy* presenta la finalità di rafforzare il quadro normativo comunitario in materia e di garantire un adeguato controllo dei propri dati da parte dei soggetti interessati; infatti, soltanto attraverso l'adozione di misure volte alla creazione di un clima di fiducia verso le nuove tecnologie, il mercato digitale potrà esprimere pienamente le proprie potenzialità in Europa.[18]

Tra le suddette misure di responsabilizzazione delle aziende a vario titolo coinvolte nel trattamento dei dati personali[19], occorre segnalarne in questa sede alcune particolarmente rilevanti sul piano della profilazione[20] dei soggetti interessati.

A tal proposito, si segnala, *in primis*, l'istituzione di una nuova figura professionale, quella del "Responsabile della protezione dei dati" (il c.d. *Data Officer Protection*; d'ora in avanti, DOP).

---

regolamento rispetta tutti i diritti fondamentali e osserva le libertà e i principi riconosciuti dalla Carta, sanciti dai trattati, in particolare il rispetto della vita privata e familiare, del domicilio e delle comunicazioni, la protezione dei dati personali, la libertà di pensiero, di coscienza e di religione, la libertà di espressione e d'informazione, la libertà d'impresa, il diritto a un ricorso effettivo e a un giudice imparziale, nonché la diversità culturale, religiosa e linguistica.

[18]Cfr. *Considerando* n. 7 del nuovo Regolamento europeo.

[19]L'art. 4 del Regolamento europeo sulla *privacy distingue due figure: quella del* «titolare del trattamento», ossia "la persona fisica o giuridica, l'autorità pubblica, il servizio o altro organismo che, singolarmente o insieme ad altri, determina le finalità e i mezzi del trattamento di dati personali; quando le finalità e i mezzi di tale trattamento sono determinati dal diritto dell'Unione o degli Stati membri, il titolare del trattamento o i criteri specifici applicabili alla sua designazione possono essere stabiliti dal diritto dell'Unione o degli Stati membri" (n. 7); e quella del «responsabile del trattamento», ossia "*la persona fisica o giuridica, l'autorità pubblica, il servizio o altro organismo che tratta dati personali per conto del titolare del trattamento"* (n. 8).

[20]Ai sensi dell'art. 4, n. 4 ,del Regolamento in esame, per «profilazione» si intende "qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta persona fisica".

L'art. 37 del nuovo Regolamento prevede, infatti, l'obbligatoria designazione del DPO, ad opera del titolare e del responsabile del trattamento, ogni qualvolta le attività principali di questi ultimi consistano in "*trattamenti che, per loro natura, ambito di applicazione e/o finalità, richiedono il monitoraggio regolare e sistematico degli interessati su larga scala*"[21].

Si tratta di una novità molto importante, posto che il responsabile della protezione dei dati è chiamato a svolgere un ruolo fondamentale all'interno dell'azienda titolare o responsabile del trattamento dei dati: dovrà, in particolare, fornire consulenza al titolare o al responsabile del trattamento (e ai dipendenti incaricati) circa gli obblighi derivanti dal Regolamento e dalle altre disposizioni dell'Unione o nazionali in tema di protezione dei dati e vigilare sulla loro osservanza; cooperare con l'Autorità di controllo e sorvegliare sullo svolgimento della c.d. valutazione d'impatto sulla protezione dei dati introdotta, come vedremo a breve, dall'art. 35 del Regolamento.[22]

Ciò - si badi bene - con notevoli margini di autonomia[23] e tenendo in debita considerazione i rischi inerenti al trattamento dei dati, anche in ragione della natura, dell'ambito di applicazione, del contesto e delle finalità del medesimo.

La seconda novità meritevole di un cenno è costituita dalla sopra menzionata valutazione di impatto sulla protezione dei dati.

L'art. 35 del Regolamento, infatti, pone l'obbligo di effettuare la suddetta valutazione preventiva a carico del titolare del trattamento dei dati personali ogni

[21]Art. 37, lett. *b)*. Il Regolamento impone al titolare del trattamento e al responsabile del trattamento di designare un "responsabile della protezione dei dati" in due ulteriori ipotesi: quando il trattamento è effettuato da un'autorità pubblica o da un organismo pubblico, eccettuate le autorità giurisdizionali quando esercitano le loro funzioni giurisdizionali (lett. a)); e quando le attività principali del titolare del trattamento o del responsabile del trattamento consistono nel trattamento, su larga scala, di categorie particolari di dati personali di cui all'articolo 9 (i cc.dd. dati sensibili) o di dati relativi a condanne penali e a reati di cui all'articolo 10.

[22]V. art. 39, rubricato "Compiti del responsabile della protezione dei dati".

[23]L'articolo 38, par. 3, del Regolamento stabilisce, infatti, che «*Il titolare del trattamento e il responsabile del trattamento si assicurano che il responsabile della protezione dei dati non riceva alcuna istruzione per quanto riguarda l'esecuzione di tali compiti. Il responsabile della protezione dei dati non è rimosso o penalizzato dal titolare del trattamento o dal responsabile del trattamento per l'adempimento dei propri compiti. Il responsabile della protezione dei dati riferisce direttamente al vertice gerarchico del titolare del trattamento o del responsabile del trattamento*».

qualvolta quest'ultimo - anche per effetto delle nuove tecnologie impiegate e della natura, dell'oggetto, del contesto e delle finalità del medesimo - presenti un rischio elevato per i diritti e le libertà delle persone fisiche.[24]

In particolare, il legislatore europeo impone la valutazione preventiva dell'impatto del trattamento sulla protezione dei dati personali qualora esso implichi una "*valutazione sistematica e globale di aspetti personali relativi a persone fisiche basata su un trattamento automatizzato, compresa la profilazione, e sulla quale si fondano decisioni che hanno effetti giuridici o incidono in modo analogo significativamente su dette persone fisiche".*[25]

La valutazione dovrà contenere almeno quattro elementi: *a)* una descrizione sistematica dei trattamenti previsti e delle finalità del trattamento, compreso, ove applicabile, l'interesse legittimo perseguito dal titolare del trattamento; *b)* una valutazione della necessità e proporzionalità dei trattamenti in relazione alle finalità; *c)* una valutazione dei rischi per i diritti e le libertà degli interessati; *d)* le misure previste per affrontare i rischi, includendo le garanzie, le misure di sicurezza e i meccanismi per garantire la protezione dei dati personali e dimostrare la conformità al Regolamento, tenuto conto dei diritti e degli interessi legittimi degli interessati e delle altre persone in questione.

Questi i principali profili di novità della legislazione europea in materia di *privacy*.

Alla luce di quanto esposto circa le criticità connesse all'utilizzo dei *Big Data*,

[24]Il regolamento ammette anche la possibilità di effettuare una singola valutazione al fine di esaminare un insieme di trattamenti simili aventi rischi analoghi. Inoltre, l'art. 35 precisa che, nello svolgimento della valutazione d'impatto sulla protezione dei dati, il titolare del trattamento deve consultare il responsabile della protezione dei dati, qualora designato. Nel valutare l'impatto del trattamento effettuato dai relativi titolari o responsabili è tenuto in debito conto il rispetto da parte di questi ultimi dei codici di condotta approvati.

[25]Art. 35, par. 3, lett. *a)*, Regolamento. La valutazione d'impatto sulla protezione dei dati è richiesta anche in caso di trattamento, su larga scala, di categorie particolari di dati personali sensibili (individuati dall'art. 9, par.1) o di dati relativi a condanne penali e a reati di cui all'art. 10 (lett. *b)*) nonché in caso di sorveglianza sistematica su larga scala di una zona accessibile al pubblico (lett. *c)*).

si auspica un più incisivo controllo sulla gestione dei dati effettuata dalle imprese assicurative da parte delle Autorità di regolazione chiamate a vigilare sul settore (IVASS ed EIOPA) e una più attenta valutazione dell'adeguatezza dell'attuale quadro normativo al fenomeno in esame, soprattutto nell'ottica di un rafforzamento della tutela offerta ai clienti - consumatori.

Alessandra Camedda

Dottore di ricerca in Consumatori e mercato
nell' Univesità degli Studi di Roma Tre

IL DESIGN DELLA REGOLAZIONE IN UN'ECONOMIA "UBERIZZATA" FRA PROBLEMI DI DEFINIZIONE DEL MERCATO, TUTELA DEGLI UTENTI E RICERCA DI REGOLE EFFICACI *

(Regulation and "Uberization" of the transport economy: market definition, users' protection and efficiency)

ABSTRACT: *The development of the peer-to-peer economy has injected dynamism in industries. That is the case of Uber and its entry in the taxi services. Uber has decided to engage in spontaneous liberalisation and to launch its service despite the absence of regulatory approval. What is new with Uber is that this company did not necessarily wait for regulatory approval before launching their services.*

Moreover its business model has offered an attractive alternative to regular taxi services in Europe and consumers love Uber. So the regulatory authorities can decide to resist the market entry of Uber or to accept technological change and allow Uber to compete with taxi companies. In this case innovation should not be bound by excessive and outdated regulation. The solution is not to force Uber to comply with already existing regulation rather regulators should rely on new regulation. Furthermore there is need to protect the service's users from the risks that inherent to the carrying of passengers on roads and the competitors from unfair competition.

SOMMARIO: 1. Evoluzione tecnologica, sviluppo di "nuovi" servizi attraverso le piattaforme software e adeguatezza della regolazione. - 2. La difficoltà di inquadramento del servizio offerto dalle piattaforme e le possibili esternalità negative. - 3. Le caratteristiche del servizio di taxi e quelle del servizio offerto da UBER. - 4. La complessità dell'analisi del caso Uber fra vantaggi immediati e svantaggi di medio periodo. - 4.1. Raccolta e gestione delle informazioni fra *self-regulation*, tutela della concorrenza e questioni di *privacy.* - 4.1.1. La *self-regulation* fra

*Contributo approvato dai revisori.

meccanismi di *feedback* e *rating.* - 4.2. Le questioni di concorrenza fra utilizzo delle informazioni per la definizione delle tariffe e acquisizione di potere di mercato. - 4.3. Profilazione degli utenti e regolazione del rischio fra sicurezza e privacy. - 5. Qualche riflessione conclusiva

1. Negli ultimi anni si è assistito allo sviluppo di nuove piattaforme software[1] e di mobile apps che hanno determinato e sono destinate a determinare profondi cambiamenti nella struttura di molte attività economiche nonché nell'accesso ai servizi da parte degli utenti. Infatti si sta assistendo alla progressiva digitalizzazione di molte attività nonché alla vera e propria trasformazione di attività e servizi "offline" in attività gestite attraverso piattaforme online[2].

Una simile evoluzione si collega principalmente a due elementi: lo sviluppo tecnologico e la crisi economica di questi anni.

Il primo concerne, come evidenziato dalla stessa Commissione nella sua comunicazione sull'economia collaborativa[3], i cambiamenti che la tecnologia ha determinato nel modello di business[4] e nelle modalità di fornitura del servizio. In particolare gli aspetti più interessati sono quelli del tradizionale equilibrio fra fornitura e domanda di un servizio ed alcune classiche distinzioni fra proprietario ed utilizzatore, fra luogo di lavoro e di residenza, fra utilizzo personale e professionale. Questi aspetti, caratterizzando profondamente la struttura e le caratteristi-

[1]In termini generali le nuove piattaforme online vengono considerate come servizi che funzionano da intermediari fra 2 o più gruppi chiaramente identificati di soggetti. Si utilizza il termine piattaforme in quanto "*a platform tipically operates a phisical or virtual place that enables different types of agent to interact*". EVANS, *Multiside platforms, dynamic competition and assessment of market power for internet based firms*, in ORTIZ, *Internet competition & regulation of online platforms*, 2016, e-book rep. sul sito www.competitionpolicyinternational.com.
Sulla difficoltà di individuare una definizione di tali piattaforme si veda IVANOVAS, *Towards a definition of online platforms in the European Digital Market*, 2015, rep. sul sito http://crninet.com.

[2]Questa evoluzione è ben evidenziata da un recente documento OECD che sottolinea anche come da ciò derivi un costante incremento della circolazione dei dati che vengono raccolti. Si veda OECD, *Data-Driven Innovation: Big Data for Growth and Well-Being*, OECD Publishing, Paris (2015), rep. sul sito www.oecd.org.

[3]Vedi COM(2016)356, *Un'agenda europea per l'economia collaborativa*, del 2 giugno 2016, p.2. Sulla Comunicazione in particolare CAUFFMAN, *The Commission's European Agenda for the Collaborative Economy – (too) platform and service provider friendly?*, dicembre 2016, rep. sul sito www.ssrn.com.

[4]Sul punto GERADIN, *Should Uber be allowed to compete in Europe? And if so how?*, June 2015, rep. sul sito www.competitionpolicyinternational.com.

che del servizio offerto, hanno evidenziato sempre di più la necessità di ripensare l'oggetto e il design della regolazione attuale[5] e nello specifico le regole di accesso al mercato e tutela del consumatore nella "*platform economy*". Infatti le regole attuali erano pensate e disegnate per disciplinare i rapporti fra imprese o fra imprese e consumatori mentre il nuovo contesto generato dalle piattaforme ha fatto emergere la necessità di soffermarsi anche sui rapporti fra consumatori che forniscono un servizio e consumatori che ne usufruiscono.

Il secondo elemento degno di nota riguarda gli effetti prodotti da una crisi economica prolungata che ha determinato modifiche nei comportamenti e nelle abitudini di consumo degli utenti rendendoli più ricettivi e "disponibili" verso le nuove soluzioni offerte dalle piattaforme di *sharing economy*[6].

Sottolineare questi elementi appare utile ai fini dell'individuazione di un'efficace regolazione che sia in grado di attuare un giusto bilanciamento non più soltanto fra libertà di accesso al mercato e tutela dei consumatori ma anche con l'innovazione[7].

In questo senso appare interessante cercare di comprendere se la soluzione migliore possa essere una revisione delle regole attuali in senso flessibile o se si debba considerare la necessità dell'introduzione di un regime ad hoc per i servizi offerti attraverso le piattaforme. Proprio il riferimento alle piattaforme non è casuale in quanto gli esempi presenti nei diversi settori evidenziano come, sempre di più, debbano essere queste ultime ad essere oggetto di regolazione più che

[5]La stessa Comunicazione, COM(2016) 356 cit., sottolinea come proprio i cambiamenti derivanti dall'economia collaborativa possano "causare incertezza sulle norme applicabili, specie se si unisce alla frammentazione normativa derivante da approcci normativi divergenti a livello nazionale e locale", p. 2.

[6]Va ricordato come la Commissione già nel 2013 avesse segnalato come il potenziale di crescita annuale della sharing economy risultasse superiore al 25%. Si veda DERVOJEDA, VERZIJL, NAGTEGAAL, LENGTON, ROUWMAAT, MONFARDINI, FRIDERES, *The sharing economy, Accessibility-based business models for peer to peer markets*, Case study n.12, European Commission, Directorate General for Enterprise and Industry, 2013, p.4.

[7]Sul punto in particolare BENNET MOSES, *How to think about Law, Regulation and Technology: problems with "technology" as a regulatory target,* Law, Innovation and Technology, 2013, p.1 ss.; KAAL, *Dynamic regulation for innovation*, 2016, rep. sul sito www.ssrn.com; STEMLER, *The myth of the sharing economy and its implication for regulating innovation*, 2016, rep. sul sito www.ssrn.com.

l'attività economica.

Il processo appare complesso perché la rapidità di evoluzione della tecnologia e le sue implicazioni nello sviluppo delle potenzialità delle piattaforme[8] rendono difficile individuare regole in grado di mantenere una piena efficacia nel medio periodo. Vi è poi la difficoltà di coordinare le iniziative nazionali con quelle europee. Infatti la Commissione ha già avuto modo di evidenziare come "affinchè l'Europa possa sfruttare a pieno i vantaggi dell'economia delle piattaforme e stimolare la crescita delle *start-up* europee del settore, è evidente che in un mercato unico non possono esistere 28 diversi quadri normativi in materia di piattaforme online. La presenza di norme differenti a livello nazionale (…) crea incertezza per gli operatori economici, limita la disponibilità dei servizi digitali e ingenera confusione negli utenti e nelle aziende".[9]

Per comprendere meglio questi aspetti può essere utile procedere ad un esame settoriale. In questo senso, pur essendo diversi gli ambiti interessati (si pensi ai servizi immobiliari, a quelli finanziari, ecc.) particolarmente significativo appare quello dei trasporti nel quale l'ingresso di Uber (ed in particolare il servizio c.d. Uber pop) ha determinato profondi cambiamenti in un mercato regolato e "stabile" da molti anni.

La scelta non è casuale perché, proprio il settore dei trasporti e in particolare quello del servizio taxi, sono in grado di evidenziare meglio di altri come più che economia della condivisione o di *sharing economy* si dovrebbe parlare di nuove modalità di accesso all'economia[10]. Infatti, nel caso specifico, la presenza e

[8]Sul punto in particolare BUTENKO, LAROUCHE, *Regulation for innovativeness or regulation of innovation?*, Tilec Discussion Paper, marzo 2015, rep. sul sito www.ssrn.com.

[9] Si veda la Comunicazione del 25 maggio 2016, *Le piattaforme online e il mercato unico digitale. Sfide ed opportunità per l'Europa,* COM(2016)288, p.5. Va ricordato come ad es. sia in Italia (proposta di legge del 27 gennaio 2016 n. 3564) che in Francia (projet de loi n. 3318 del 9 dicembre 2015) siano in discussione proposte di legge sul tema.

[10] Sul punto in particolare ECKHARDT, BARDHI, *The sharing economy isn't about sharing at all*, Harvard Businness Review, 2015, p. 881 ss. e EDELMAN, GERADIN, *Efficiencies and regulatory shortcuts: how should we regulate companies like Airbnb and Uber?*, 24 novembre 2015, rep. sul sito www.ssrn.com.
Va segnalato in ogni caso come alcune delle piattaforme, come Lyft promuovano i loro servizi facendo riferimento al termine sharing (nel caso in questione *ridesharing*).

l'utilizzo della piattaforma ha consentito l'ingresso di un nuovo "operatore" in un mercato regolato e ad accesso riservato con modalità distinte da quelle ordinarie.

In questo senso potremmo dire che si tratta di un caso emblematico per i motivi appena evidenziati ai quali se ne aggiungono altri così sintetizzabili: 1) la sua rilevanza a livello europeo anche dal punto di vista giurisprudenziale 2) la sua capacità di mettere in luce tutti i limiti della regolazione attuale rispetto alle nuove piattaforme 3) la difficoltà di individuare una regolazione efficace che garantisca allo stesso tempo la concorrenza e la tutela degli utenti 4) la capacità espansiva delle nuove piattaforme in più mercati visto che Uber progressivamente sta estendendo il suo raggio di azione in altri mercati non regolati sfruttando la notorietà[11] acquisita proprio nel segmento dei taxi (si pensi a UberCopter per il trasporto in elicottero ed alla sperimentazione di UberCargo e UberEats[12]).

2. Il primo aspetto sul quale soffermarsi per analizzare l'ingresso di Uber nel mercato dei trasporti è quello delle caratteristiche e del servizio offerto dalle piattaforme nonché della disciplina applicabile.

Ciò significa soffermarsi sul ruolo svolto dalla piattaforma e su quale qualifica possa essere attribuita a coloro che svolgono il servizio connesso. Infatti, sia per valutare la necessità di applicare regole di accesso al mercato, sia per comprendere se esse possano essere considerate giustificate e proporzionate bisogna distinguere le situazione nelle quali il servizio è svolto da professionisti da quelle nelle quali viene svolto da privati a titolo occasionale. A questo elemento si collega anche la possibilità di applicare l'attuale normativa e nello specifico la c.d. direttiva servizi[13].

La direttiva definisce il prestatore di servizio come qualsiasi persona fisica o

[11]Va ricordato in questo senso come piattaforme simili quali Lyft o Sidecar, pur fornendo servizi comparabili, risultino molto meno note fra i consumatori. Sul successo di Uber si veda in particolare McKEE, *The platform economy: natural, neutral, consensual and efficient?*, TLI Think paper, n.39/2016, rep. sul sito www.ssrn.com.
[12]Sul punto in particolare STROWEL, VERGOTE, *Digital platform: to regulate or not to regulate?*, 2016, rep. sul sito www.europa.eu/information_society.
[13]Cfr. Direttiva 2006/123/CE.

giuridica che offre un'attività economica a titolo autonomo e dietro retribuzione. Questo potrebbe consentire teoricamente di far rientrare nella direttiva citata anche attività nelle quali il prestatore, come nel caso di Uber, non ha necessariamente la qualifica di professionista e non svolge l'attività costantemente. Vi sono però due problemi: il primo riguarda la questione della possibile applicabilità della direttiva ai trasporti[14] ed secondo il ruolo svolto dalla piattaforma di Uber e, nello specifico, se si possa attribuire ad essa la qualifica di soggetto che offre un'attività economica[15]. Infatti Uber, ma più in generale le piattaforme che agiscono nei diversi ambiti, non svolgono direttamente un'attività economica ma piuttosto un ruolo di intermediazione[16]. Proprio questa particolare configurazione produce una serie di implicazioni dal punto di vista della gestione di coloro che prestano il servizio, della remunerazione e della relativa tassazione per i compensi ricevuti. In questo senso sembrerebbe più rispondente la qualifica di "*information society service*" ai sensi della direttiva sull'*e-commerce*[17].

La centralità e l'opportunità di una definizione della questione è evidenziata anche dalla presenza di una domanda di pronuncia pregiudiziale sollevata dalla Spagna e tutt'ora pendente di fronte alla Corte di Giustizia (la decisione è attesa nella primavera 2017)[18]. In essa si chiede proprio alla Corte di determinare la na-

[14]La direttiva servizi al considerando 21 afferma che "i servizi di trasporto compresi i trasporti urbani, di taxi e ambulanze nonché quelli portuali sono esclusi dal campo di applicazione della presente direttiva".

[15]Della qualifica da attribuire al servizio offerto da Uber è stata investita anche la Corte di Giustizia. Sul punto si rinvia alla nota 17.

[16]Va ricordato in questo senso come ad es. Uber nel procedimento per concorrenza sleale di fronte al Tribunale di Milano (sez. specializzata in materia di imprese, ordinanze del 25 maggio e 9 luglio 2015) avesse sottolineato in sede di difesa come essa non svolgesse alcun servizio ma mettesse a disposizione soltanto un'applicazione informatica accessibile ai soli utenti registrati e senza alcuna remunerazione se non il rimborso delle spese. Sulle due ordinanze si vedano in particolare GIOVE, COMELLI, *Il blocco dell'app Uber pop: concorrenza sleale nei confronti del servizio pubblico di taxi*, in Dir. Ind., 2015, p. 245 ss.; SERAFINI, *La concorrenza sleale per violazione della normativa pubblicistica del trasporto urbano non di linea: il caso Uber*, e DE PROPRIS, *L'inibitoria dell'applicazione Uber pop e l'intervento delle associazioni dei consumatori nella fase di reclamo cautelare*, in Corr. Giur., 2016, p. 356 ss.

[17]Sul punto GERADIN, *Online intermediation platform and free trade principles – some reflections on the Uber preliminary ruling case*, in ORTIZ, *Internet competition…,* op. cit.

[18]Si tratta della causa C-434/15 del 7 agosto 2015, *Asociacion Profesional Elite Taxi* v. *Uber System Spain*.

tura giuridica dell'attività svolta da Uber ed in particolare se "debba essere considerata una mera attività di trasporto, un servizio elettronico di intermediazione o un servizio della società dell'informazione (ai sensi della direttiva 98/34/CE art.1 paragrafo 2)". Proprio alla luce delle differenti qualificazioni si chiede anche alla Corte di precisare, qualora tale attività venga assimilata ad un servizio della società dell'informazione e nello specifico ad un servizio elettronico di intermediazione, se possa beneficiare del principio di libera prestazione dei servizi ai sensi dell'art. 56 TFUE e delle direttive 2006/123/CE e 2000/31/CE.

3. Per poter comprendere tutte le implicazioni dell'ingresso di Uber nel mercato dei taxi nonché le modifiche nella fornitura del servizio può essere utile richiamare la normativa vigente ed in particolare i requisiti previsti per l'accesso a questo mercato[19]. In questo modo sarà possibile fare una valutazione sull'attualità e opportunità di tali regole nonché cercare di capirne la possibile evoluzione.

I primi punti sul quali soffermarsi e strettamente connessi fra di loro sono quelli delle autorizzazioni per l'esercizio di impresa nonché dei requisiti di qualità. Tali previsioni, secondo la normativa europea, devono essere giustificate e proporzionate[20] e possono dare luogo in particolare a: 1) una limitazione all'ingresso attraverso un controllo sul numero dei veicoli utilizzabili per il servizio 2) la necessità di una licenza 3) la garanzia di rispetto di determinati standard di sicurezza del guidatore e del veicolo 4) la fissazione delle tariffe in funzione della distanza. Ciò significa che, in ragione della rilevanza pubblicistica degli interessi collegati all'attività in esame, vi sono controlli sull'accesso al mercato, sulle condizioni e sulle modalità di svolgimento del servizio.

Una domanda pregiudiziale sollevata dal Belgio in parte collegata, causa C-526/15, *Uber Belgiun BVBA c. Taxi Radio Bruxellois NV*, è stata rigettata con ordinanza del 27 ottobre 2016. In questo caso si chiedeva se il principio di proporzionalità consentisse una regolamentazione come quella introdotta in Belgio che applicava la nozione di servizio di taxi anche a vettori privati non retribuiti attivi nel *ridesharing*.

[19]Per una ricostruzione si veda in particolare DEMPSEY, *Taxi industry regulation, deregulation & reregulation: the paradox of market failure*, Transport Law Journal, 1996, p.74 ss.

[20]Si veda in questo senso la c.d. direttiva servizi, 2006/123/CE, in particolare art.4.

Alla base di un simile assetto di regole che ha reso molto difficile l'ingresso in questo mercato, almeno fino all'avvento di Uber, vi è stata una certa preoccupazione sugli effetti che una piena concorrenza avrebbe potuto creare sulla capacità di offrire il servizio e sulla sua qualità. L'assetto che ne è derivato però ha dato comunque luogo ad inefficienze derivanti da carenze e problematiche nel servizio soprattutto dal punto di vista della capacità di calibrare domanda e offerta. Esse riguardavano nello specifico l'allocazione delle risorse, i costi di transazione, la capacità di fornire informazioni (e di farlo in modo tempestivo) nonché le tariffe applicate. Per comprendere meglio questi aspetti basti pensare che non sempre il numero di operatori risultava in linea con le necessità. La conseguenza era il verificarsi di situazioni nelle quali la domanda restava inevasa provocando anche lunghe attese e viceversa casi nei quali vi era un eccesso di offerta. A ciò si aggiungeva la totale assenza di informazioni per l'utente specialmente se la ricerca del taxi avveniva nelle apposite stazioni. Infine, sul piano tariffario, la presenza di una sorta di "controllo del prezzo" rendeva problematico il rapporto tra basso e alto livello di remunerazione con il rischio di assenza di risorse necessarie per mantenere o migliorare il livello del servizio o viceversa un'eccessiva remunerazione rispetto a quella di mercato.

Per completare il quadro va segnalato come, la presenza di requisiti identificativi predefiniti per le vetture (apposite scritte, targhe, luci di segnalazione, ecc.) finivano per dare luogo anche a barriere in uscita, oltre che a quelle già segnalate in entrata, per la difficoltà nel breve periodo di destinare ad altri usi il veicolo[21].

Richiamare questi elementi è utile proprio perché su molti di questi punti ha inciso il servizio offerto dalla piattaforma Uber in particolare attraverso il servizio Uber pop. Esso non solo è stato in grado di migliorare l'efficienza complessiva del servizio ma ha influito positivamente anche sulle singole problematiche esi-

[21]Sul punto in particolare FARREN, KOOPMAN, MITCHELL, *Rethinking taxi regulations: the case for fundamental reform*, Mercatus Research, G. Mason University, luglio 2016.

stenti. Ciò è dovuto all'utilizzo della tecnologia ed in particolare ai vantaggi da essa derivanti nella ricerca, acquisizione, rielaborazione di informazioni "a basso costo".

Infatti la presenza di più operatori in grado di offrire il servizio senza svolgere la professione in modo continuativo consente di gestire i flussi in modo più razionale e più adeguato alla reale domanda della singola fascia oraria. Inoltre la possibilità di prenotazione con il supporto informatico garantisce immediatezza e automaticità nel ricevere informazioni generali e specifiche sulla prenotazione (ad es. quali e quanti autisti sono presenti sulla tratta, i tempi di attesa per la singola destinazione e quando l'autista sta per arrivare). Inoltre la piattaforma, oltre a garantire l'accesso al servizio e tutte le comunicazioni favorisce una più rapida ripartizione dei compiti ed è in grado di garantire maggiore accuratezza e velocità. A questi elementi si aggiunge la semplicità di utilizzo per l'utente attraverso l'installazione gratuita di una app sul cellulare che permette lo scambio di informazioni in modo esaustivo e allo stesso tempo tempestivo[22].

Infine un'ulteriore elemento di semplificazione riguarda la questione del pagamento sotto due punti di vista.

Il primo concerne la possibilità di calcolare preventivamente, utilizzando l'applicazione, il costo della corsa.

Il secondo riguarda il metodo di pagamento che è quello preventivamente prescelto dall'utente al momento della creazione del suo profilo e che generalmente prevede una gestione elettronica delle transazioni[23]. Effetti positivi si producono pertanto sia sul piano informativo che organizzativo[24]. In realtà elementi positivi si hanno anche sul piano delle tariffe ma in questo caso è necessario fare qualche precisazione in più sul meccanismo con il quale vengono definite e

[22]Sul punto in particolare COHEN, HANN, HALL, LEVITT, METCALFE, *Using big data to estimate consumer surplus: the case of Uber*, Agosto 2016, rep. sul sito ssrn.com, p. 6 ss.
[23]In realtà come indicato sullo stesso sito di Uber in alcune città è prevista anche la possibilità del pagamento in contanti. Si tratta però di una possibilità residuale visto che l'accordo tra Uber e i guidatori esclude la possibilità di ricevere pagamenti.
[24]Sul punto in particolare EDELMAN, GERADIN, *Efficiencies and regulatory shortcuts…, cit.*

sui possibili effetti sul piano concorrenziale che esse possono rivestire.

4. Le caratteristiche appena descritte fanno pensare alla piattaforma Uber come un soggetto che offre un servizio a cui sono connessi diversi vantaggi per il consumatore quali quelli appena descritti di migliore gestione dei clienti, di immediatezza e automaticità nello scambio di informazioni, di facilità di accesso nonché di benefici sulle tariffe e sui meccanismi di pagamento[25]. Questi possono essere definiti di tipo immediato in quanto diretta conseguenza dell'ingresso nel mercato di Uber e individuabili come caratteristiche intrinseche del servizio stesso.

Ad essi però si affiancano anche una serie di elementi che possono essere ascritti alla categoria degli svantaggi e che non appaiono come immediatamente evidenti ai consumatori nel momento in cui il servizio viene offerto. In questa tipologia si inseriscono due situazioni differenti e cioè quelle che possono essere definite come esternalità negative connesse al servizio e quelle che possono dare luogo a conseguenze pregiudizievoli in assenza di un'adeguata regolazione. Nel primo gruppo rientrano principalmente le emissioni inquinanti ed il loro possibile incremento derivante dal maggior numero di auto circolanti a seguito dello sviluppo di Uber. Infatti Uber, vista la remunerazione offerta al guidatore e la libertà di scelta nel decidere di far parte degli "autisti disponibili", fornisce un incentivo all'utilizzo della macchina o quantomeno ad un utilizzo maggiore di quanto abitualmente avveniva. Questo elemento non risulta di immediata "visibilità" per l'utente ma può avere riflessi importanti per i consumatori visto che è in grado di generare allo stesso tempo un incremento del traffico nonchè conseguentemente delle emissioni inquinanti[26]. Del resto, pur essendo la condivisione un fattore che

[25]Sulle caratteristiche del modello di business di Uber e la sua capacità di rapida crescita si veda in particolare QUINONES, AUGUSTINE, *Technology and trust: how the sharing economy is changing consumer behavior*, BBVA research, 19 november 2015, rep. sul sito www.bbvaresearch .com.

[26]Sulla questione si veda ALEXANDER, GONZALEZ, *Assessing the impact of real-time ridesharing on Urban traffic using mobile phone data*, 2015, rep. sul sito www2.cs.uic.edu; LIGHT, *Precautionary federalism and the sharing economy*, Emory Law Journal, 2016, rep. sul

può ridurre il numero di auto in circolazione perché più soggetti che avrebbero preso ciascuno la propria auto si accordano per utilizzarne solo una, nel caso di Uber, proprio la semplicità e rapidità di utilizzo potrebbero modificare le scelte dei singoli. Se consideriamo il servizio taxi ordinario, la maggiore rapidità di contatto e di informazioni sulle tempistiche di attesa, nonché le possibili riduzioni delle tariffe applicate da Uber, potrebbero modificare le abitudini degli utenti incentivandone un maggior numero ad utilizzare questo servizio differentemente a quanto avrebbero fatto se fosse stato disponibile il solo servizio "ordinario". Gli incrementi di domanda conseguentemente determinerebbero anche il numero di conducenti reclutati nonché il numero di corse effettuate.

Nel secondo gruppo possono essere inserite la raccolta e gestione delle informazioni raccolte dalla piattaforma e le implicazioni connesse al loro utilizzo sul piano della tutela della concorrenza e della privacy nonché le questioni della sicurezza durante il trasporto. Si tratta di aspetti che non solo non appaiono immediatamente evidenti all'utente ma che necessitano di un attento esame anche da parte del regolatore per comprendere con chiarezza quali aspetti debbano essere oggetto di intervento.

4.1. Il sistema di funzionamento delle piattaforme e in particolare di Uber, come descritto, si basa sullo scambio e la raccolta di informazioni. Proprio questo punto merita attenzione perché interessa differenti tipologie di dati raccolti in numerosi paesi. Si tratta di dati personali, di informazioni sulle abitudini di spostamento e i percorsi per i quali si ricorre ad Uber nonché relative alle transazioni di pagamento. La particolarità di queste informazioni risiede nel fatto che in parte vengono fornite volontariamente per poter usufruire del servizio ed in parte derivano dall'osservazione che Uber effettua nel momento in cui l'utente compie le operazioni necessarie per usufruire del servizio. L'insieme dei dati così raccolti

sito www.ssrn.com; LI, HONG, ZHANG, *Do ride-sharing services affect traffic congestion?An empirical study of UBER entry*, agosto 2016, rep. sul sito www.ssrn.com.

possono essere definiti come non strutturati in quanto non seguono un modello di raccolta già definito e solitamente utilizzato per processarli ma un meccanismo nuovo basato su recenti algoritmi elaborati da Uber e in grado di processare e analizzare i dati molto velocemente conferendo ad essi un valore commerciale[27].

Proprio la caratteristica appena evidenziata fa sì che la memorizzazione di queste informazioni rilevi sotto due punti di vista completamente diversi fra di loro e cioè il loro utilizzo e la loro protezione. In genere la raccolta, la rielaborazione e l'utilizzo a fini commerciali delle informazioni finora ha suscitato attenzione prevalentemente in rapporto ai possibili problemi di privacy.

In realtà, come stanno rilevando sempre di più anche le autorità nazionali di tutela della concorrenza, vi sono però importanti profili di tutela della concorrenza ai quali è necessario dedicare attenzione. In particolare la questione principale riguarda la valutazione e l'utilizzo dei dati come fattore per acquisire un posizione di rilevo in un determinato mercato o per meglio dire un potere di mercato[28]. Proprio quest'elemento emerge in modo evidente nel caso di Uber.

Ciò significa che è necessario valutare l'utilizzo e la rielaborazione delle informazioni sugli utenti e i loro percorsi abituali non solo dal punto di vista della privacy ma in modo particolare per quanto concerne gli aspetti concorrenziali visto che i dati sono utilizzati principalmente per ricavare indicazioni per l'offerta del servizio. Se ad un primo esame quindi le due questioni potrebbero sembrare separate in realtà soffermandoci sulle motivazioni della raccolta si capisce come i dati personali e la creazione di un profilo utente siano funzionali ad ottenere le altre informazioni sugli spostamenti e le abitudini. Infatti proprio queste ultime consentono ad Uber di attuare offerte differenziate, tariffe migliori nonché possibili

[27]Per un inquadramento ed una definizione delle due tipologie di dati (strutturati e non strutturati) si veda in particolare HARRIS, *Bridging the Divide between Unstructured and Structured Data*, rep. sul sito https://datascience.berkeley.edu/structured-unstructured-data/.

[28]Si tratta di un punto ben evidenziato recentemente nel documento dell'autorità tedesca, la Bundeskartellamt, *Competition law and data*, 10 maggio 2016, rep. sul sito dell'autorità, p.3.
In dottrina si veda in particolare SCHEPP, WAMBACH, *On Big Data and its Relevance for Market Power Assessment*, Journal of European Competition Law & Practice, 2016, vol. 7, 2, p. 121.

azioni di *price discrimination*. Ciò significa che proprio tali informazioni sono funzionali a poter acquisire un potere di mercato e porre in essere possibili condotte anticoncorrenziali[29].

La trattazione di questi due elementi richiamati in modo coordinato è utile anche dal punto di vista dell'applicabilità e dell'efficacia della regolazione vigente e della riflessione sulla sua possibile evoluzione.

4.1.1. Le informazioni acquisite dalla piattaforma Uber necessitano di una distinzione fra quelle fornite dall'utente dopo l'utilizzo per il miglioramento del servizio e quelle immagazzinate e rielaborate da Uber per rendere il servizio sempre più appetibile e personalizzato. In questo paragrafo ci soffermeremo brevemente sulla prima tipologia perché la seconda è quella in grado di generare maggiori problemi dal punto di vista concorrenziale e sarà oggetto di esame nel paragrafo successivo.

Le opinioni sul servizio volontariamente rilasciate dagli utenti risultano utili per il gestore della piattaforma perché, a differenza di un'indagine a campione su diversi utenti, consentono una sistematicità di valutazioni sul servizio e sui diversi autisti mettendo in evidenza vantaggi ed eventuali criticità connesse alla persona (modalità di guida, cortesia ecc.) o all'autovettura utilizzata. Ciò può consentire di intervenire tempestivamente.

In realtà il sistema impiegato dalla piattaforma, già presente in diversi servizi online, prevede un meccanismo di doppio *feedback* che riguarda non solo gli autisti ma anche i passeggeri/utilizzatori del servizio[30]. Infatti, essendo gli utilizzatori registrati e inseriti nel database, possono essere riportati eventuali compor-

[29]Va ricordato come *l'Autorité de la Concurrence* francese già nel 2010 avesse evidenziato come per valutare se un data-set potesse dare luogo a restrizioni della concorrenza si dovesse fare ricorso a 3 criteri e nello specifico: 1) le condizioni che hanno consentito la raccolta 2) la possibilità di replicare a condizioni ragionevoli una simile raccolta da parte di un potenziale concorrente 3) se l'utilizzo delle informazioni raccolte si traduce in un significativo vantaggio sul piano competitivo. Si veda l'*Opinion* n°10-A-13 del 10 giugno 2010.

[30]Sui risultati spesso problematici del feedback in Uber si veda HOURDAJIAN, *Feedback is a two-way street*, Uber newsroom, 23 april 2014 rep. sul sito https://newsroom.uber.com.

tamenti scorretti tenuti o danni provocati in modo che il sistema possa attivare un meccanismo di allerta rispetto alle eventuali richieste successive di quell'utente[31].

Questo meccanismo reputazionale "a doppio-fronte" consente l'elaborazione di veri e propri *ratings* da utilizzare per rendere maggiormente efficace e tempestivo, rispetto al servizio ordinario, sia l'intervento di miglioramento del servizio per mantenerne un'alta qualità (con possibilità di applicazione di sanzioni agli autisti con giudizi negativi che possono arrivare fino all'esclusione dalla piattaforma) che l'allontanamento dei clienti "indesiderati". In particolare i *rating* conoscibili dagli utenti consentono una rapida trasmissione delle informazioni sull'affidabilità dell'autista con il quale verrà effettuata la corsa e influiscono sulle scelte dei consumatori rispetto all'utilizzo di una determinata piattaforma[32].

La scelta attuata da Uber può essere definita di maggiore controllo o, se vogliamo, di filtro rispetto all'offerta da proporre all'utente. Infatti sulla base del *feedback* e nello specifico delle valutazioni negative, si procede all'esclusione di coloro che hanno giudizi negativi. In questo modo si attua una sorta di bilanciamento fra varietà dell'offerta/piena libertà di scelta dell'utente e garanzia di un determinato standard di qualità[33].

Proprio per la presenza di meccanismi reputazionali il mercato delle piatta-

[31]Sul punto in particolare EDELMAN, GERADIN, *Efficiencies and regulatory shortcuts…, cit.,* TADELIS, *Reputation and feedback system in online platform market*, Annual review of economics, 2016, p.321; STEMLER, *Feedback loop failure: implications for the self-regulation of the sharing economy*, Kelley School of Business research paper, n. 16 aprile 2009.

[32]Sul punto in particolare GOLDMAN, *The regulation of reputational information*, in SZOKA, MARCUS, *The next digital decade: essays on the future of internet*, Washington, 2010, p. 293, rep. anche sul sito www.ssrn.com; THIERER, KOOPMAN, HOBSON, KUIPER, *How the internet, the sharing economy and reputational feedback mechanisms solve the "Lemons problem",* Maggio 2015, rep. sul sito www.researchgate.net; NOSKO, TADELIS, *The limits of reputation in platform markets. An empirical analysis and field experiment*, gennaio 2015, rep. sul sito www.nber.org.

[33]In realtà le singole piattaforme possono scegliere che tipo di approccio adottare. Oltre a quello descritto che, oltre ad Uber, caratterizza anche piattaforme "storiche" di commercio come ebay, ve ne può essere un altro definibile di "*laissez faire*" in base al quale viene lasciata totale libertà di presenza di soggetti (guidatori, venditori, ecc.) anche con feedback negativi. In questo caso si lascia all'utente la decisione finale ed anche l'assunzione del rischio rispetto all'interazione con un soggetto che "gode di cattiva reputazione". Sul punto in particolare NOSKO, TADELIS, *The limits of reputation in platform markets: an empirical analysis and field experiment*, febbraio 2015, rep. sul sito www.ssrn.com.

forme risulta più soggetto a volatilità (derivante proprio dai giudizi degli utenti) rispetto a quello tradizionale.

Va anche segnalato come i meccanismi reputazionali possano presentare dei limiti connessi alla loro attendibilità sotto diversi punti di vista. Un primo punto da considerare riguarda l'affidabilità del giudizio formulato dall'utente mentre un secondo concerne la percentuale dei soggetti che decidono di lasciare un *feedback* rispetto al totale di coloro che usufruiscono del servizio.

Infatti, in particolare nel caso di una piattaforma come Uber, nella quale il contatto non è solo virtuale, il giudizio può essere influenzato anche da fattori esterni (v. empatia con guidatore, maggiore propensione alle interazioni, ecc.) che non riguardano strettamente l'erogazione del servizio[34]. Allo stesso tempo il giudizio derivante dai *feedback* risulta tanto più veritiero quanto più alto è il numero dei soggetti che lo lasciano. Quest'ultimo è un punto degno di attenzione in quanto gli utenti che prendono visione del giudizio hanno indicazione del numero di *feedback* lasciati e della percentuale corrispondente a quelli positivi/negativi ma non sanno quanti di coloro che hanno usufruito del servizio non hanno espresso nessun parere. Si tratta di una lacuna di un certo rilievo perché, generalmente, come dimostrano anche i dati su altre piattaforme (ad es. di commercio online), chi ha ricevuto un buon servizio ed è rimasto soddisfatto è maggiormente portato a lasciare un *feedback*[35].

Per rendere maggiormente efficace questo sistema di "*self-regulation*"[36] potrebbe pertanto essere utile introdurre modifiche di breve e lungo periodo. Le prime potrebbero ad es. riguardare il momento di rilascio del *feedback* evitando che esso avvenga "a caldo" in modo che possa risultare meno influenzato da fattori esterni. Le seconde, molto più ambiziose e difficili da realizzare, potrebbero

[34]Si veda in questo senso ANDREONI, RAO, *How communication affects selfishness, empathy and altruism*, Journal of Public Economics, 2011, p. 513, rep. anche sul sito econweb.ucsd.edu.
[35]Tale dato emerge ad es. sempre facendo riferimento alla piattaforma ebay. Sul punto in particolare NOSKO, TADELIS, *The limits of reputation in platform markets….,* cit.
[36]Sul ricorso alla *self-regulation* nella *sharing economy* si veda in particolare COHEN, SUNDARARAJAN, *Self-regulation and innovation in the peer-to-peer sharing economy*, Chicago Law Review, marzo 2015, rep. sul sito http://lawreview.uchicago.edu.

riguardare un incrocio dei dati fra le diverse piattaforme in modo da favorire una possibile fusione dei *feedback* per gli utenti che utilizzano le diverse piattaforme.

4.2. Le informazioni raccolte da Uber sui percorsi degli utenti, come evidenziato, sono di diverso tipo. In particolare quelle sulle tratte percorse dagli utenti vengono utilizzate in primo luogo per definire, attraverso un algoritmo, la tariffa da applicare. Non vi è, come nel caso del servizio di taxi tradizionale, una tariffa prefissata o calcolata attraverso un tassametro[37] sulla base del tempo impiegato per il percorso effettuato ma un algoritmo che la definisce[38]. Questo però non impedisce che la disponibilità di informazioni aggiornate in tempo reale possa determinare variazioni di prezzo collegate alla domanda. Proprio quest'aspetto può rappresentare un indubbio vantaggio dal punto di vista della definizione delle tariffe nonché dal punto di vista delle strategie di concorrenza[39]. L'elemento da sottolineare è che, questo specifico vantaggio, deriva proprio dalle potenzialità tecnologiche offerte dalla piattaforma che consente di immagazzinare e organizzare i dati in funzione delle finalità che si intendono perseguire. Un ulteriore beneficio è rappresentato dalla difficoltà di replicare, da parte di un altro operatore, una simile raccolta di informazioni in tempi rapidi[40].

Sulla carta anche l'ordinario servizio di taxi potrebbe potenzialmente conoscere questi dati ma, non avendo la capacità di memorizzarli ed elaborarli nonchè

[37]E' interessante ricordare come nel Regno Unito sia stata posta dal *Transport for London* una questione sulla possibilità di considerare equivalente ad un tassametro il collegamento attraverso *smartphone* che permette di ricevere la comunicazione relativa alla tariffa. La *High Court of Justice* ha ritenuto che tale equiparazione non fosse possibile. Si veda High Court of Justice, Queen's Bench Division, case n.CO/1449/2015 del 16 ottobre 2015, (2015) EWHC 2918 Admin.

[38] Sulle possibili implicazioni derivanti da questo sistema si veda in particolare J. NOWANG, *The Uber cartel? Uber between Labour and competition law*, Lund Law Comp woking paper, 1/2016, rep. sul sito www.ssrn.com

[39]Sul punto in particolare LERNER, *The Role of 'Big Data' in Online Platform Competition* 2014 e LAMBRECHT, TUCKER, *Can Big Data protect a firm from competition?*, dicembre 2015, entrambi rep. sul sito www.ssrn.com.

[40]Si tratta di un aspetto che era stato evidenziato, insieme all'impegno finanziario necessario, dall'Autorità francese della Concorrenza nel caso dei dati raccolti da EDF che riguardavano 20 milioni di consumatori ed erano stati utilizzati per porre in essere comportamenti anticoncorrenziali. Si veda la Decisione n.13-D-20 del 17 dicembre 2013 (rep. sul sito dell'Autorità) poi confermata dalla Court of Appel del 21 maggio 2015.

di trarne vantaggi economici per i vincoli esistenti, può solo cercare di fidelizzare gli utenti (ad es. assegnando priorità nella chiamata se si consente la registrazione del proprio numero).

Nel caso delle piattaforme e di Uber invece i vantaggi che si possono ricavare sono maggiori. Ad esempio, in presenza di un'alta richiesta, i prezzi possono subire variazioni al rialzo. Ciò è funzionale anche ad incentivare gli autisti non professionali di Uber ad accettare immediatamente le richieste dando preferenza a questo servizio rispetto ad altre loro possibili attività. Infatti Uber usa un sistema centralizzato di gestione degli autisti che permette di valutare il numero di auto disponibili nei diversi momenti rispetto alla richiesta[41]. Questo tipo di variazione può essere considerata parte della dinamica della domanda e dell'offerta.

Un po' diversa risulta invece la variazione dei prezzi che può interessare le varie tratte, non tanto sulla base delle richieste quanto delle tipologie di clienti (ad es. abituali su una medesima tratta oppure no, con maggiore sensibilità alla questione tariffaria oppure no, ecc.). Questo tipo di dinamiche basate sulla diversa disponibilità di informazioni non solo rendono molto difficile la concorrenza fra Uber ed il servizio di taxi tradizionale[42] ma anche fra Uber e possibili altre piattaforme online che non siano in grado di avere la stessa quantità di informazioni in base alle quali articolare la propria offerta e differenziare le tariffe da applicare[43]. Si

[41]Sul punto si veda CACHON, DANIELS, LOBEL, *The role of surge pricing on a service platform with self-scheduling capacity*, dicembre 2015, rep. sul sito www.ssrn.com.

[42]La questione in diversi Stati europei fra i quali Francia, Germania, Belgio, Spagna e Italia è stata sollevata di fronte ai giudici in particolare in relazione al servizio c.d. UberPop. In particolare in Francia era stata emanata la Loi nº 2014-1104 *relative aux taxis et aux voitures de transport avec chauffeur*, c.d. *Loi Thevenoud*, con la quale si sanzionava il servizio di autotrasporto passeggeri effettuato da soggetti privi di regolare licenza. La legge era stata assoggettata a verifica di costituzionalità e con sentenza del 22 settembre 2015 il Conseil Constitutionnel ne aveva riconosciuto la legittimità. In Germania la Corte di Francoforte il 18 marzo 2015 aveva disposto il blocco del servizio Uber Pop ed in Belgio nell'aprile 2014 Uber era stata sanzionata per concorrenza sleale. Infine in Spagna il Tribunale di Madrid nel dicembre 2014 aveva inibito il servizio Uber pop. Per la vicenda italiana si rinvia alla nota 15. Per un quadro comparato più approfondito si veda RAMPAZZO, *Rifkin e Uber. Dall'età dell'accesso all'economia dell'eccesso,* in *Dir. Inf. e Inform*., 2015, p. 957 ss.

[43]Sul punto in particolare GERADIN, KUSCHEWSKY, *Competition Law and personal data: preliminay thoughts on a complex issues*, 2013, rep. sul sito www.ssrn.com e EDELMAN, GERADIN, op.cit., p.10 e ss. e

tratta di un punto che, seppur con delle differenze, era già emerso anche in altri settori come quello elettrico o del gas. Anche in questi ambiti proprio il differente livello di informazioni sugli utenti consentiva agli operatori che già avevano una posizione di forza sul mercato di rafforzarla ulteriormente rendendo sempre più difficile la permanenza o l'ingresso di nuovi soggetti[44].

Proprio questa situazione appare ancor più interessante nel caso del servizio di taxi perché evidenzia un duplice problema di regolazione e cioè se sia possibile ipotizzare una regolazione comune su questo punto fra servizio tradizionale e servizio offerto dalla piattaforme e come intervenire per consentire piena concorrenza fra gli operatori di *sharing economy* che utilizzano i nuovi strumenti tecnologici.

Ovviamente sulla questione tariffaria, l'esistenza di precisi vincoli per i servizi tradizionali, rende difficile ipotizzare un sistema comune per le piattaforme che, configurandosi diversamente, non devono sottostare al medesimo meccanismo. Da ciò derivano due ulteriori riflessioni: la prima è la necessità di introdurre regole che, senza risultare un ostacolo allo sviluppo delle piattaforme, consentano però uno sviluppo di questo mercato senza la creazione di "nuovi monopoli". La seconda riguarda invece il sistema esistente nel servizio di trasporto taxi ed in particolare l'opportunità di prevedere un sistema tariffario rigido come quello attuale.

Infatti l'attuale sistema conferisce un doppio vantaggio a Uber: la possibilità di variare il prezzo in funzione di diversi parametri, cosa non possibile per quello tradizionale, ed allo stesso tempo, la capacità di sfruttamento della sua notorietà fra i consumatori e della sua posizione di forza sul mercato (derivante dalla varietà e dall'entità delle informazioni a disposizione) che gli permettono di disincentivare

[44]Si veda in questo senso la decisione dell'Autorità francese della Concorrenza nel caso Enerest/Electricité de Strasburg nella quale proprio la disponibilità di informazioni sugli utenti e le loro abitudini di consumo aveva permesso di realizzare un offerta differenziata e disegnata per le diverse tipologie di utenti comprendente sia il servizio dell'elettricità che del gas. Si tratta della decisione n.12-DCC-20 del 7 febbraio 2012 rep. sul sito dell'Autorità.

l'ingresso di nuove piattaforme e mettere in difficoltà quelle presenti[45]. Proprio i dati raccolti e la loro difficile replicabilità da parte di altre piattaforme nel breve periodo è in grado di rappresentare una forte barriera all'ingresso per nuovi operatori[46] e, come dimostra la comparazione fra Uber e Lyft, anche per la permanenza e la capacità di competere sul mercato.

4.3. Le informazioni menzionate e riguardanti i dati personali usati per la creazione dell'*account* Uber nonché quelle sulle abitudini di utilizzo di Uber rientrano nella sfera dei dati sensibili e di quelli rispetto ai quali deve essere garantita protezione. In particolare i dati acquisiti sugli spostamenti possono essere considerati una vera e propria profilazione dell'utente[47] come quella che avviene attraverso la navigazione su internet a fini pubblicitari. Proprio per questo, essendo nel caso della profilazione necessario un consenso dell'utente, sia per l'acquisizione che per l'utilizzo a fini pubblicitari nonché per la cessione a terzi, il punto merita un approfondimento. Infatti, quest'elemento, insieme all'assenza di regole specifiche in materia di sicurezza per il servizio offerto tramite piattaforma (ad es. in caso incidenti visto che l'assicurazione per il trasporto abituale di persone differisce da quella del privato che occasionalmente trasporta un passeggero non familiare, ecc.) evidenzia una carenza regolatoria sotto il profilo della c.d. regolazione del rischio.

[45]A ciò si aggiungono i benefici che derivano ad Uber dai vincoli "contrattuali" unilaterali che caratterizzano il rapporti di lavoro con gli autisti reclutati. Sulla posizione di forza e i problemi concorrenziali per gli altri operatori si vedano in particolare GRAEF, *Market definition and market power in data: the case on online platforms*, 2015; PAUL, *Uber a s for-profit hiring hall: a price-fixing paradox and its implications*, UCLA School of Law, 2016 n.13 e WOO, BALES, *The Uber million dollar question: are Uber drivers employees or indipendent contractors*?, tutti rep. sul sito www.ssrn.com

[46]Sul punto in particolare SOKOL, COMERFORD, *Does antitrust have a role to play in regulating big data?*, in BLAIR, SOKOL, *Handbook of antitrust, intellectual property and high tech*, Cambridge University Press, 2016, rep. anche sul sito www.ssrn.com.

[47]Il nuovo regolamento europeo in materia di dati personali, Reg. n.2016/679, definisce la profilazione come "qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta persona fisica" (art.4 p.4).

Si tratta di due aspetti per i quali un intervento mirato sembrerebbe opportuno in quanto, ad es., per quanto concerne il rischio connesso al trasporto, il normale servizio di taxi è già soggetto a precise regole. Inoltre si tratta di un aspetto fondamentale per la tutela dell'utente. Un ragionamento simile, correlato alla disciplina esistente per l'*e-commerce* e le piattaforme ad esso dedicate, vale anche per la questione della profilazione degli utenti[48]. In questo caso il bene da tutelare sarebbe la privacy degli utenti.

Su entrambi i punti però, se si può riconoscere l'opportunità di un intervento regolatorio, la sua realizzazione non appare altrettanto semplice. Le difficoltà riguardano diversi punti quali: 1) una puntuale definizione del rischio 2) un'individuazione basata su esigenze reali e non su pressioni degli operatori tradizionali che, sperano di ridurre, anche attraverso interventi di questo tipo, il potenziale delle piattaforme 3) la possibilità di utilizzare le regole esistenti eventualmente in modo flessibile.

A questi elementi se aggiunge un altro di tipo più generale su quale sia la strategia regolatoria migliore per perseguire questi obiettivi nell'ambito delle piattaforme.

In particolare la questione è se possa essere considerata sufficiente l'azione garantita dalla sola *self-regulation* (ad es. Uber ed anche Lyft stanno lavorando su alcuni aspetti in modo da fornire una copertura assicurativa dal momento in cui un passeggero sale sulla vettura al momento in cui viene lasciato nella destinazione richiesta[49]) o se sia opportuna una combinazione di regolazione e *self-regulation* in particolare per gli aspetti nei quali esistono dei rischi per gli utenti e la *self-regula-*

[48]Sulla questione in particolare: ZINNIERNZAN, *The way the "cookies" crumble: internet privacy and data protection in the twenty-first century*, Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 4; BOND, *The EU E-Privacy Directive and Consent to Cookies*, The Business Lawyer; Vol. 68, November, 2012; MANTELERO, *Si rafforza la tutela dei dati personali: data breach notification e limiti alla profilazione mediante cookies*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2012, p.781; KOSTA, *Peeking into the cookie jar: the European approach towards the regulation of cookies*, in Int. journ. of Law and Inf. Techn., 2013, p. 380 ss.; BRAZHNIK, *Cookies in e-commerce: balancing privacy and business*, rep. sul sito www.ssrn.com.

[49] Sul punto in particolare FEENEY, *Is ridesharing safe?*, Policy Analysis Series, Cato Institute, 27 gennaio 2015, rep. sul sito www.memphistn.gov.

tion da sola non è sufficiente o non interviene.

5. La riflessione sul caso di Uber appare interessante, come evidenziato, per molti motivi sia specifici che generali.

Fra quelli generali appaiono centrali quelli concernenti la tipologia di regolazione da adottare e quale possa risultare più efficace per gli obiettivi che si vogliono perseguire e fra quelli specifici la tutela della concorrenza e della privacy.

Per osservare questi elementi la scelta del caso Uber appare più significativa di altre perché, collocandosi in un mercato regolato, mette in luce come la tecnologia sia stata capace di liberalizzare un mercato prima che lo facessero le regole.

Finora, se pensiamo ad esempio a mercati come quello delle comunicazioni elettroniche o del trasporto aereo erano state le direttive europee a dare la spinta necessaria per iniziare un processo di liberalizzazione che doveva avvenire "per gradi". Per la prima volta potremmo dire che il procedimento è stato diverso visto che Uber non solo è riuscita ad entrare nel mercato del servizio taxi ma lo ha anche profondamente cambiato nelle sue caratteristiche. Ciò è avvenuto senza che le regole esistenti venissero modificate. Peraltro dell'adattamento/modifica delle regole alla nuova realtà creatasi (in funzione anche di alcuni obiettivi di interesse pubblico) si è cominciato a discutere quando questo soggetto aveva già acquisito una certa forza e rilevanza sul mercato.

Proprio a quest'ultimo punto si collega la riflessione su quali fattori abbiano consentito una simile affermazione in tempi così rapidi e quali conseguenze ne siano derivate.

La prima considerazione da fare è se questo processo è avvenuto solo per lo sviluppo tecnologico o se vi hanno influito anche altri fattori. La questione non è di poco conto perché, se questa sequenza insolita fra adozione delle regole e liberalizzazione di un mercato (o più in generale effetti su un determinato mercato) è frutto solo dell'elemento tecnologico si aprono interessanti interrogativi anche per

il futuro. Infatti lo sviluppo tecnologico appare insieme inarrestabile e solo in parte prevedibile e ciò significa che il caso di Uber potrebbe non restare isolato.

Il punto sul quale concentrarsi è se si sia trattato di un vero e proprio "sorpasso" di una disciplina obsoleta o piuttosto se, quanto avvenuto, possa essere qualificato come una forte spinta ad una rapida evoluzione della regolazione nel senso della necessità di sviluppare una maggiore capacità di stare al passo con i tempi.

Se si propende per questa seconda ipotesi può essere utile cercare di individuare eventuali segnali che hanno favorito lo sviluppo e l'azione di Uber. E' necessario pertanto analizzare il mercato interessato che può fornire utili indizi sui segnali che devono "allertare" il regolatore.

Si evidenziano così due elementi che sicuramente hanno reso possibile il rapido ingresso e sviluppo di Uber è cioè i bassi costi di ingresso e la presenza di barriere derivanti dall'essere un mercato regolato.

In particolare il primo fattore ha reso appetibile l'operazione[50] indipendentemente anche da possibili conseguenze dovute alla disciplina esistente ed all'assenza dei requisiti necessari per lo svolgimento del servizio. Inoltre non si rendeva necessario, grazie alle modalità di offerta individuate, acquistare i veicoli ed ottenere le necessarie licenze ed anche il reclutamento degli autisti risultava piuttosto semplice[51].

Sintetizzando potremmo dire che si trattava di una situazione nella quale i rischi, in particolare quelli finanziari, erano bassi. Pertanto questo particolare segmento di mercato si prestava più di altri (come ad es. le già citate comunicazioni elettroniche o il trasporto aereo) per portare avanti un progetto basato sull'innovazione tecnologica.

Anche l'altro punto menzionato e cioè quello della presenza di forti barriere

[50]Sui bassi costi di ingresso per le piattaforme derivanti dall'utilizzo della tecnologia si veda in particolare DEMARY, *Competition in the sharing economy*, Cologne Institute for Ecomic Research, IW policy paper n. 19/2015.
[51]Sul punto in particolare GABEL, *Uber and the persistence of market power*, Journal of Economic Issues, vol. 50, 2, p. 527 ss.

all'ingresso appariva "incentivante" visto che non esse non sembravano più pienamente giustificate nel quadro attuale per diversi motivi così enucleabili: 1) per gli obiettivi perseguiti 2) per la loro configurazione visto che erano fortemente disegnate su una particolare modalità di espletamento del servizio 3) per la necessità di una presenza esclusiva di operatori professionali.

Gli elementi menzionati però non risultano identicamente ripetibili in tutti i mercati e questo significa che è necessario pensare ad una risposta regolatoria che tenga conto di quanto accaduto nel caso Uber perché soprattutto alcuni aspetti come la tutela del consumatore (vedi privacy e sicurezza) o quella della concorrenza necessitano un'attenzione immediata.

Ciò non significa un intervento limitato, differenziato e modellato "caso per caso" o settore per settore e solo *ex post* cioè quando un soggetto è già entrato in un mercato. Infatti in tal modo l'azione potrebbe risultare meno efficace e incapace di evitare che una nuova piattaforma assumesse una posizione dominante (v. caso Uber) nel "nuovo mercato" venutosi a creare.

Da questo punto di vista particolare attenzione merita la questione informativa in quanto centrale sia per la salvaguardia degli utenti e che della concorrenza. Si potrebbe quasi dire che le informazioni nel mondo della *sharing economy* e specialmente nel settore considerato si configurano come una vera e propria *essential facility*[52] da regolare. Infatti esse sono il punto di partenza per poter offrire un servizio differenziato nonché in grado di rispondere sempre di più alle esigenze degli utenti e solo chi ne può disporre tempestivamente e sul vasta scala è in grado di trarne tutti i vantaggi.

In questo senso le tipologie di dati maggiormente appetibili sono quelle sulle abitudini degli utenti e cioè quelle che risultano dall'osservazione e dalla rie-

[52]Sul punto in particolare CARBALLA SMICHOWSKI, *Data as a common in the sharing economy: a general policy proposal*, Centre d'economie de l'Université Paris Nord, CNRS UMR n.7234, Document de travail n.2016-10.

laborazione più che dall'inserimento volontario degli utenti[53]. Tali dati possono essere molto utili da sfruttare a fini concorrenziali e per acquistare una posizione rilevante nel mercato di riferimento ma allo stesso tempo rappresentano una forte barriera all'ingresso per nuovi possibili operatori. Infatti si tratta di dati molto difficili da raccogliere tempestivamente per altri potenziali concorrenti e soprattutto basati sull'elemento relazionale e cioè il contatto con la singola piattaforma.

Ciò significa che, senza un adeguato intervento del regolatore, anche nel "nuovo" mercato apertosi con le piattaforme rischiano di prodursi barriere all'ingresso simili a quelle esistenti nell'ordinario servizio di taxi e con situazioni addirittura di monopolio o nella migliore delle ipotesi di oligopolio senza che ciò abbia un qualche fondamento nell'interesse pubblico.

Pertanto una esatta percezione della configurazione di tali informazioni e di tutte le loro potenzialità è essenziale anche per il regolatore perché una maggiore conoscenza delle caratteristiche del servizio, delle modalità operative, delle pratiche utilizzate[54] e dei rischi è funzionale all'individuazione di regole più efficaci.

Allegra Canepa

Associato di diritto dell'economia
nell' Università degli Studi di Milano

[53]E' possibile identificare 3 tipologie di dati differenziati fra quelli volontari e cioè direttamente forniti dall'utente nel momento in cui costruisce il proprio profilo, quelli osservati e cioè derivanti dall'esame delle abitudini degli utenti e quelli rielaborati cioè riaggregati e analizzati attraverso gli strumenti informatici.

[54]Sul punto in particolare MILLER, *First principles for regulating the sharing economy*, Harvard Journal of legislation, 2016, p. 155 ss.

STRUMENTI DI PAGAMENTO INNOVATIVI, INTEROPERABILITA' E NEUTRALITA' TECNOLOGICA: QUALI REGOLE E QUALE GOVERNANCE PER UN MERCATO SICURO, EFFICIENTE ED INNOVATIVO *

(*Innovative payment instruments, interoperability and technological neutrality: which rules and governance for a secure, efficient and innovative market*)

ABSTRACT: *Critical for the development and diffusion of retail payment services across all service users, payment system interoperability is essential in today globalized economy to enable the smooth and safe flow of cross-border transactions across users from different countries. Interoperability of multi-party systems, however, rarely happens on its own. This Article aims to identify ways in which interoperability in payments systems can be achieved via a technologically neutral regulation. In the absence of adequate regulation, private entities controlling the standards and, then, interoperability, will likely dominate the whole payment chain. The key regulatory challenge – which the Author aims to address - is to balance the concerns of the traditional providers of payments services within the payment industry with the needs of the newcomers, in order to obtain the right trade-off between innovation and safety.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. L'ecosistema degli strumenti innovativi di pagamento: pagamenti on line e pagamenti mobile. - 2.1. Piattaforme multi-sided. - 3. Panorama corrente sull'interoperabilita' nei sistemi di pagamento elettronici: livelli d'interoperabilità. - 3.1. Barriere all'interoperabilità. - 3.2. Cornice normativa. - 4. Strategie regolatorie e di governance: adeguatezza dell'approccio regolamentare e cd. neutralità tecnologica. - 4.1. Una "multi-level" e "multi-mode" governance per l'interoperabilità. - 5. Conclusioni.

1. Negli ultimi due decenni, lo sviluppo tecnologico ha guidato il settore dei

*Contributo approvato dai revisori.

sistemi di pagamento, in particolare quello dei sistemi al dettaglio, verso una svolta epocale. Si è determinata un'accelerazione nella conclusione delle transazioni commerciali ed un'accentuazione dei processi di smaterializzazione dei trasferimenti di denaro con un allontanamento dall'uso del contante e altri strumenti di pagamento cartacei verso l'uso e diffusione di strumenti innovativi di pagamento, come i pagamenti *on line* (tramite internet) e i cd. pagamenti *mobile* (tramite un terminale mobile).

Tali strumenti innovativi di pagamento sono divenuti una componente chiave della *sharing economy*, permettendo agli individui di eseguire modeste transazioni economiche *peer-to-peer* che non sarebbe stato possibile nel passato a causa della mancanza di un'adeguata piattaforma.

La maggiore sfida della digitalizzazione nell'industria dei pagamenti e' assicurare che lo sviluppo di soluzioni innovative di pagamento non (re)introduca la frammentazione nel mercato, attraverso schemi e piattaforme di pagamento non interoperabili tra loro, che potrebbero agire come una barriera all'ingresso o contribuire alla frammentazione dei servizi di pagamento offerti. L'interoperabilità - permettendo a due o più piattaforme o schemi di pagamento d'interagire senza soluzione di continuità, nonche' agli utenti di effettuare transazioni con qualsiasi altro utente in modo comodo, conveniente, veloce e sicuro - rappresenta, dunque, un elemento importante per l'efficienza dei sistemi di pagamento.

Decidere se e come regolare l'interoperabilita' nei sistemi di pagamento implica un'analisi complessa. Occorre considerare e valutare diversi elementi come incentivi, comportamento strategico, concorrenza, collaborazione, cooperazione, partecipazione delle parti, innovazione tecnologica. Per comprendere la complessita' della valutazione e' necessario partire dall'idea della centralita' della piattaforma tecnologica per i sistemi di pagamento. Essa struttura il modo in cui i servizi di pagamento sono prodotti e le operazioni di pagamento supportate, e trasforma le relazioni multilaterali tra i principali soggetti interessati nei pagamenti. Proprio per l'esistenza di relazioni multilaterali tra i partecipanti alla piat-

taforma, le piattaforme tecnologiche che caratterizzano oggi i servizi di pagamento, ed i servizi finanziari in generale, non sono piu' solo "two-sided", ma "multi-sided".[1]

L'obiettivo di questo articolo e' – dopo aver messo in luce alcuni degli aspetti importanti che concernono l'interoperabilita' nei sistemi di pagamento innovativi e le barriere al suo raggiungimento - proporre possibili soluzioni regolatorie e di governance. A tal fine, l'Autore intende chiedersi se sia necessario portare fino in fondo la normazione dei diversi elementi (protocolli, interfacce, applicazioni, servizi) o se, al contrario, non sia sufficiente che l'attività di normazione garantisca semplicemente la completa interoperabilità delle varie soluzioni, favorendo standard aperti che rispondano alla mobilità dei consumatori, sviluppati dai privati e adatti ad un contesto globale.

L'Articolo si sofferma sui pagamenti *mobile*, per la particolare dinamicita' che caratterizza questi servizi di pagamento, dovuta alla crescita del commercio elettronico, alla capillare diffusione dei telefoni cellulari e alle nuove esigenze degli utenti connesse al crescente utilizzo della rete e dei *social network* ovvero all'esigenza di effettuare pagamenti per l'utilizzo di contenuti digitali. Tuttavia, il presente lavoro non intende limitare l'ambito oggettivo di analisi, il quale si rivolge all'intero contesto in cui può realizzarsi un'operazione di pagamento elettronico, quindi anche attraverso altri scenari tecnologici ed altre configurazioni soggettive. Va osservato, inoltre, che vi e' una sempre maggiore labilita' dei confini fra i diversi canali di offerta, quali, ad esempio, il canale *on line* e quello *mobile*: e' via via divenuta meno marcata la distinzione tra pagamenti disposti tramite telefono cellulare che accedono alla piattaforma di *on-line banking* tramite *web-browser* e pagamenti disposti tramite apposita applicazione sviluppata dall'offerente il servizio.[2]

[1]Cfr. KAUFFMAN, DAN MA, *Editorial*, *Special issue: Contemporary research on payments and cards in the global fintech revolution*, Electronic Commerce Research and Applications 14(5) (2015) 261–264.
[2]Cfr. MONETI, *"Mobile payments": gli sviluppi del mercato e l'inquadramento normativo*, *Analisi giuridica dell'economia*, 1/2015.

2. L'innovazione tecnologica, insieme alla crescita del commercio elettronico, ha determinato la comparsa di strumenti di pagamento innovativi, i quali si sono con sempre maggiore frequenza affiancati a quelli tradizionali.[3]

I pagamenti elettronici – di cui fanno parte, insieme alle carte, gli strumenti di pagamento innovativi - possono essere genericamente definiti come pagamenti istruiti, elaborati e ricevuti per via elettronica.[4] I servizi di pagamento offerti sono vari, derivando dalla diversa combinazione fra soluzioni tecnologiche e strumenti di pagamento sottostanti l'operazione di pagamento, in cui strumenti di pagamento tradizionali si affiancano a nuove modalita' di accesso agli stessi. In questo articolo, l'Autore considera essenzialmente i pagamenti tramite internet (pagamenti *on line*) e telefonia mobile (pagamenti *mobile*).

Il pagamento elettronico *online* è un'operazione in cui i dati e l'istruzione di pagamento sono trasmessi e confermati via Internet tra il cliente e il rispettivo fornitore di servizi di pagamento nel corso di un acquisto telematico di beni, digitali o fisici, oppure servizi offerti da un commerciante in rete. La definizione esclude i pagamenti che sono semplicemente istruiti dall'ordinante attraverso la propria applicazione di Internet banking, ma non si inquadrano in un processo di acquisto in rete.[5] Inoltre, non si opera alcuna distinzione in base al dispositivo (computer, tablet, telefono cellulare) e/o alla tecnologia di servizio utilizzata per

[3]Lo sviluppo di meccanismi di pagamento innovativi è stato la logica conseguenza della crescita del commercio elettronico: a partire dagli anni '90 il successo di Internet ha reso necessaria la creazione di strumenti di pagamento che consentissero l'acquisto di beni, digitali o fisici, e servizi attraverso la rete. Sulle sfide che l'introduzione di tali strumenti determina per il regolatore, Banca centrale europea, *Challenges of retail payments innovation*, discorso di Yves Mersch, membro dell'Executive Board della BCE, Belgian Financial Forum, Bruxelles, 26 ottobre 2015; Banca centrale europea, *Making Europe's financial market infrastructure a bulwark of financial stability*, Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, Banque de France/Sciences Po research seminar: Financial stability in a digital world, Paris, 7 giugno 2016.

[4]Cfr. Banca centrale europea, *Beyond theory into practice*, SEPA 7th Progress Report, 2010; Commissione europea, *Towards an integrated European market for card, internet and mobile payments*, Libro Verde COM(2011)941, 2012.

[5]Ad esempio, un bonifico eseguito dall'ordinante tramite la propria applicazione di Internet banking non è classificabile come pagamento elettronico online, né possono ritenersi tali le tradizionali operazioni offline quali i pagamenti in contrassegno. Per lo stesso principio il pagamento di una fattura online non è considerato un pagamento elettronico poiché non avviene contestualmente a un acquisto in rete. SEPA 7th Progress Report.

accedere a Internet. Purché i dati di pagamento siano trasmessi e confermati via Internet, l'operazione è classificata come pagamento elettronico online, dunque non come pagamento *mobile*.

Il pagamento elettronico *mobile* e' un'operazione in cui i dati e l'ordine di pagamento sono emessi, trasmessi e/o confermati, tra il cliente e il fornitore di servizi di pagamento, attraverso tecnologie di comunicazione mobile e di trasmissione dati (quali la telefonia vocale, la messaggistica di testo o la near field communication, NFC), mediante un dispositivo mobile, per l'acquisto, online oppure tradizionale, di prodotti digitali o beni fisici e servizi. Il dispositivo mobile attiva tecnologie radio di prossimità quali NFC o bluetooth (per i pagamenti di prossimità) oppure utilizza una tastiera o uno schermo interattivo (per i pagamenti a distanza). Nel caso dei pagamenti di prossimità, come suggerisce il termine, l'ordinante e il beneficiario ovvero i terminali del beneficiario (ad esempio parchimetri e distributori automatici, inclusi quelli per i biglietti dei trasporti pubblici) si trovano nello stesso luogo, condizione che generalmente non si verifica per i pagamenti a distanza.[6]

Nei pagamenti mobile cd. "SIM-based", lo strumento di pagamento e' associato alla SIM. Altri pagamenti mobile sono invece basati sulla tecnologia HCE (*host card emulation*), la quale consente agli operatori finanziari di offrire mobile payments senza utilizzare la SIM a supporto della carta di pagamento, grazie a forme di collaborazione con operatori tecnologici.[7] Infine, ci sono i pagamenti mobile "device based", come, ad esempio, la soluzione prodotta da Apple, che memorizza i dati sicuri delle carte sul telefono ed opera secondo una logica di stretta integrazione verticale, consentendo solo ai propri utenti di effettuare pagamenti tramite Apple-Pay.

[6]La definizione non copre i pagamenti di prossimità con carta, che pure utilizzano la tecnologia NFC, poiché questi ultimi non sono istruiti tramite dispositivo mobile, ma con una carta di pagamento.

[7]Cfr. MONETI, *"Mobile payments": gli sviluppi del mercato e l'inquadramento normativo*, *Analisi giuridica dell'economia*, 1, 2015.

2.1. Le operazioni di pagamento *mobile* prevedono la costituzione di un' apposita piattaforma tecnologica destinata alla gestione delle nuove modalità di pagamento. I processi gestionali legati all'operatività della piattaforma implicano, sotto il profilo soggettivo, l'intervento, oltre che dei fornitori di reti e servizi di comunicazione elettronica accessibili al pubblico e dei fornitori dei contenuti digitali disponibili, di appositi hub preposti a svolgere generalmente, tra gli uni e gli altri, il ruolo di "interfaccia" tecnologica (cd. "aggregatori" o "hub tecnologici").[8]

La mancanza di un'offerta adeguata da parte delle banche ha spinto nuovi fornitori di servizi a proporsi sul mercato, affiancandosi alle banche e ai circuiti di carte, tradizionali fornitori di servizi di pagamento (*payment services providers* o PSPs). Un crescente numero di attori sta entrando nel mercato dei pagamenti. Essi provengono non solo dal mondo bancario e finanziario e dai circuiti delle carte, ma sono anche operatori telefonici, processori di pagamenti, proprietari di piattaforme hardware, start-ups tecnologiche, fornitori di servizi su rete. Non solo solo i ben noti giganti di internet, come Google, Facebook, Amazon ed Apple, e non piu' solo i primi imprenditori dei servizi di pagamento come Square, PayPal e iZettle. Ci sono ora piu' di 12.000 start-ups che si muovono nel mercato dei servizi di pagamento[9]. Questo sta rimodellando l'industria e le banche stanno cercando di affrontare la concorrenza utilizzando le loro posizioni esistenti di mercato e le loro infrastrutture.

Spesso, dal punto di vista legale, questi soggetti non-bancari operano in una

[8]L'aggregatore o hub tecnologico, è normalmente il soggetto (o i soggetti) cui è affidata la realizzazione di una serie di attività legate alla operatività della piattaforma tecnica che rende disponibili contenuti digitali attraverso il ricorso al mobile remote payment. All'aggregatore può competere infatti, tra le possibili attività da svolgere, la gestione del processo di acquisto del bene digitale e del processo di disattivazione del servizio, la creazione dell'interfaccia di customer relationship management destinata ai call center di ciascun operatore, l'eventuale attività di reportistica destinata alla funzione marketing, nonché la gestione di un cruscotto self care attraverso il quale il singolo utente può verificare, in ogni momento, il dettaglio dei propri acquisti e dei relativi addebiti. Tale ultima modalità può consentire inoltre, allo stesso utente di disattivare il servizio, nonché all'aggregatore di fornire un'apposita interconnessione che permette anche ai customer care degli operatori la consultazione dello storico degli acquisti effettuati dai clienti con i diversi commercianti.

[9]Cfr. DIETZ, HÄRLE, HYDE, KAPOOR, LEMERLE, NAUCK, (Eds.), *The road back: McKinsey global banking annual review*, McKinsey & Company, New York, NY, 2014.

zona grigia. Sempre più spesso si parla di "banking without banks" per sottolineare tanto la natura non bancaria dei nuovi soggetti emergenti (per la separazione delle attivita' di pagamenti da quella di gestione dei depositi e la conseguente assenza di licenza bancaria), quanto, soprattutto, la loro estraneità ai requisiti di *compliance* imposti alle banche ed agli altri intermediari finanziari soggetti a regolazione bancaria.

3. Un elemento critico per lo sviluppo e la diffusione dei servizi di pagamento innovativi e' l'interoperabilita'. Essa assicura un'effettiva comunicazione e interazione fra le varie componenti del sistema di pagamento (inclusi strumenti di pagamento, servizi di pagamento, piattaforme, archivi di informazioni), anche in caso di operativita' transfrontaliera, consentendo agli utenti di effettuare transazioni con qualsiasi altro utente in modo comodo, conveniente, veloce, sicuro e senza soluzione di continuità.

Nell'ambito dei sistemi di pagamento elettronici, sono stati riconosciuti dalla letteratura esistente molteplici livelli d'interoperabilita'[10].

Innanzitutto, l'interoperabilita' all'interno di un sistema o schema (cd. *system interoperability* o *scheme interoperability*). L'interoperabilità dello schema è una funzionalità di sistemi di pagamento cd. "open-loop", a cui i consumatori e le imprese accedono attraverso i loro rapporti con le loro banche o altri PSPs. Il sistema o schema di pagamento e' un insieme di regole e standard tecnici per l'esecuzione delle transazioni di pagamento che devono essere rispettati dai PSP aderenti allo schema. I PSPs partecipanti ad un sistema accettano di essere vincolati dalle disposizioni di detto regime. I pagamenti possono fluire da un utente che è il cliente di un PSP a un utente che è un cliente di un'altro PSP, se entrambi i

[10]Cfr. Banca mondiale, "Developing a comprehensive national retail payments strategy", Financial Infrastructure Series, Payment Systems Policy and Research, Washington DC, 2012; DAVIDSON, LEISHMAN, *The case for interoperability: Assessing the value that the interconnection of mobile money services would create for customers and operators*, GSMA, Rapporto annuale 2012, pagg.13-24; BENSON, LOFTESNESS, *Interoperability in Electronic Payments: Lessons and Opportunities*, CGAP, 2012.

PSPs sono partecipanti al sistema.[11]

In secondo luogo, l'interoperabilita' tra sistemi diversi (cd. *cross-system interoperability* o *network interoperability*). L'interoperabilità della rete esiste quando uno schema di pagamento negozia un accordo di scambio con un altro schema. Questo è utilizzato tipicamente per l'accettazione di pagamenti transfrontalieri - consentendo al titolare di una carta di pagamento nazionale, ad esempio, di utilizzare quella carta in un altro paese.

In terzo luogo*,* l'interoperabilita' tra sistemi paralleli *(*cd. *parallel system interoperability)* permette, ad esempio, al commerciante di partecipare a più schemi – attraverso un PSP che funge da intermediario tra i vari schemi e il commerciante - anche quando il commerciante è tecnicamente in grado di accettare pagamenti in vari schemi solo separatamente. In molti mercati di tutto il mondo, ad esempio, i commercianti accettano più marchi di carte (Visa, MasterCard, American Express, ecc.). Questi marchi non interagiscono, ma l'esperienza per il commerciante è essenzialmente la stessa.

Infine, l'interoperabilità tra infrastrutture. Infrastrutture chiave includono un sistema interbancario per il trasferimento elettronico di fondi al dettaglio (ad es. una clearing house o una piattaforna per la liquidazione dei pagamenti), una robusta infrastruttura per le comunicazioni e una infrastruttura per l'identificazione effettiva ed efficiente. L'assenza di una di queste componenti dell'infrastruttura limita lo sfruttamento dei potenziali benefici di moderni strumenti di pagamento. Credit reporting e altre piattaforme di condivisione dei dati giocano anche un ruolo importante.

L'interoperabilità e' un elemento fondamentale dei sistemi di pagamento, che sono articolati in reti. Essa e' indispensabile per massimizzarne la diffusione tra pagatori, beneficiari e relativi prestatori di servizi di pagamento, favorendo l'integrazione del mercato. La frammentazione del mercato porta consumatori e

[11]Le casse di compensazione, i sistemi di trasferimento elettronico di fondi (tra cui "addebito diretto" e "bonifico"), cosi' come gli schemi "open-loop" di carte di debito e di credito, sono esempi di questo tipo di interoperabilità.

commercianti ad una adozione limitata delle soluzioni esistenti. Da una parte, i commercianti si rifiuteranno di subire i costi di transazione di una piattaforma di pagamento senza una solida base di consumatori. Dall'altra parte, i consumatori si rifiuteranno di utilizzare un nuovo metodo di pagamento, a meno che i commercianti non lo accettino. L'utilità e la redditività di una piattaforma di pagamento è direttamente correlata alla base dei suoi utenti: i consumatori che le utilizzano e i commercianti che le accettano[12].

3.1. Diversi fattori contribuiscono alla mancanza d'interoperabilita' nei sistemi di pagamento.

Innanzitutto, determinati criteri di accesso e di prezzi dell'infrastruttura dei pagamenti possono influenzare negativamente l'interoperabilità.

L'accesso puo' essere limitato dagli operatori storici che, avendo una posizione dominante in una infrastruttura, hanno l'incentivo alla creazione di ostacoli per l'accesso ai nuovi entranti. Altri limiti per l'accesso alle infrastrutture sono relativi alla messaggistica e ai servizi di compensazione e liquidazione, compresi quelli associati a problemi di fattibilità tecnica e finanziaria (ad esempio, l'accesso diretto potrebbe essere troppo costoso). Al tempo stesso, per PSPs più recenti e non tradizionali, l'accesso indiretto a infrastrutture di pagamento, tramite banche o altri partecipanti diretti, potrebbe non essere chiara: i partecipanti diretti vedono altri PSP come concorrenti e quindi avranno l'incentivo a creare ostacoli all'accesso ai nuovi entranti.

Per i pagamenti *mobile*, in particolare, le banche o altri PSP potrebbero incontrare degli ostacoli ad accedere alle infrastrutture delle telecomunicazioni (quali reti di telefonia mobile), se lo stesso operatore telefonico è anche un PSP (o collabori con un PSP specifico a questo scopo) e decida di non fornire all'altro PSP l'accesso a determinate tecnologie. Le tecnologie per iniziare e eseguire il paga-

[12]Cfr. KATZ, *Lunch with Professor Michael Katz: The Future of Payment Platforms and the Legal Frontier of Digital Currency*, disponibile, keynote address, online su http://thenetwork.berkeley lawblogs.org/2015/04/08/lunch-with-professor-michael-katz-the-future-of-payment-platforms-and-the-legal-frontier-of-digital-currency/.

mento - come ad esempio i cd. "servizi integrativi di dati non strutturati" (*unstructured supplementary service data* - USSD),[13] la *tecnologia near field communication* (NFC)[14] o quella *Host Card Emulation* (HCE)[15] - hanno la capacita' di catturare, conservare e trasmettere dati in modo diverso. L'interoperabilita', ad esempio, e' assente per la tecnologia NFC: l'introduzione dei pagamenti *contactless* mobili sembra ancora soffrire di una mancanza di disponibilità di appropriati dispositivi mobili che supportino la funzionalità NFC.[16]

Rilevanti sono anche problemi di sicurezza e privacy, in particolare quelli associati all'uso degli apparecchi mobile. Essi divengono piu' seri in caso di uso di tecnologia contactless. I dati dei pagamenti sono conservati in ambienti (es. hardware/software accessibili dal telefonino) con differenti possibili configurazioni per la gestione, offerta e personalizzazione dei dati, ognuno con livelli di sicurezza e privacy diversi.[17]

Inoltre, manca o e' limitata l'interoperabilita' tra i punti di accesso. La vicinanza a sportelli bancari o altri punti di accesso e canali è, generalmente, insufficiente se l'interoperabilità tra questi punti di accesso e' limitata o assente. Ad esempio, gran parte dei terminali POS in Europa non e' ancora equipaggiato per transazioni "contactless". Di conseguenza, il consumatore che possiede uno strumento di pagamento contactless puo' utilizzarlo solo in un numero limitato di

[13]Cfr. Banca mondiale, Payment Aspects of Financial Inclusion, Rapporto, aprile 2016, pag. 40.
[14]La NFC e' una tecnologia di comunicazione wireless usata per scambiare dati tra un telefonino e un terminale POS.
[15]L'HCE e' una soluzione tecnologica che dematerializza le carte di pagamento utilizzando un software. In particolare, l'HCE e' una architettura aperta su cui e' possibile sviluppare soluzioni applicative che emulano una carta di pagamento senza la necessita' di ricorrere ad un secure element sul telefonino. Tale soluzione consentirebbe pertanto di effettuare pagamenti contactless previa installazione di un'apposita applicazione. Inoltre, all'interno del gruppo di dispositivi abilitati alla tecnologia NFC, una minoranza di essi sta lavorando con un sistema operativo mobile che supporta la tecnologia Host Card Emulation (HCE). Ad oggi solo il Blackberry OS7 e Android Kit Kat 4.4 (o versioni più recenti di queste) supportano l'HCE. Microsoft ha annunciato il supporto di HCE nella versione mobile del suo Windows OS 10. ERPB, *Mobile and card-based contactless proximity payments*, Final Report to ERPB meeting 26 November 2015, ERPB CTLP 70-15, p. 28.
[16]La tecnologia contactless basata su NFC è considerata oggi la piu' promettente in termini di sviluppo di breve e medio termine. Consistenti investimenti sono attualmente in corso per aggiornare l'hardware sul lato dell'offerta (i PSP hanno deciso di emettere carte contactless) e commercianti stanno installando POIs contactless basati su tecnologia NFC.
[17]Cfr. ERPB, *Mobile and card-based contactless proximity payments*, Final Report, p. 24, 27 e 33.

punti di accesso. Questo ostacola l'orientamento del consumatore e del commerciante verso tali pagamenti e conduce ad una diffusione ancora più lenta delle soluzioni di pagamento innovative. Inoltre, accordi di esclusivita' tra PSPs e agenti che operano in nome e per conto di essi limitano l'interoperabilita' dei punti di accesso.

Molteplici soluzioni di pagamento hanno una copertura geografica limitata. In molti paesi sono adottate soluzioni domestiche con protocolli locali.

Infine, il predominio da parte di un fornitore di servizi di pagamento può ostacolare l'interoperabilità, creando una barriera all'adozione un sistema aperto. In particolare, nei casi in cui la soluzione dominante viene espressa attraverso una tecnologia ampiamente distribuita, può diventare quasi impossibile raggiungere l'interoperabilità senza grandi cambiamenti di investimenti e infrastrutture, creando un ambiente dei pagamenti frammentato e inefficiente.[18]

Per ovviare agli ostacoli suesposti, l'interoperabilità tra diversi schemi e infrastrutture di pagamento viene realizzata spesso attraverso una serie comune di standard tecnici. I pagamenti elettronici sono spesso penalizzati dalla mancanza di standardizzazione tecnica, ovvero dalla mancanza di standard comuni in relazione non solo allo strumento di pagamento sotteso allo schema, ma anche alle applicazioni e ai canali di comunicazione.

L'attività di standardizzazione dei pagamenti *mobile* crea maggiori problemi rispetto a quella dei pagamenti *on line*. I pagamenti tramite cellulare sono spesso iniziative di singole banche, singoli operatori di telefonia mobile, sistemi di carte individuali o partenariati tra le diverse entita'. Tali soluzioni prevedono diverse tecnologie e infrastrutture, non avendo concordato un modello commerciale pra-

[18]I casi del Giappone e del Kenya, illustrano come il predominio iniziale di un provider possa creare barriere all'interoperabilità. In Giappone, il predominio di una soluzione tecnica (la piattaforma di Felica) ha dato luogo a molteplici prodotti di pagamento non interoperabili. In Giappone, mancava un organismo di regolamentazione efficace (direttamente o dietro le quinte di un gruppo di portatori d'interesse). In Kenya, la leadership del mercato iniziale di Safaricom, con M-PESA, ha creato una barriera economica all'interoperabilità. BENSON, LOFTESNESS, *Interoperability in electronic payment systems: lessons and opportunities*, CGAP, 2012, pagg. 29 e 34.

ticabile che consenta di offrire soluzioni di pagamento interoperabili.[19] Inoltre, sarebbe necessario un processo di standardizzazione bilanciato che non favorisca ne' le banche (basate sulla loro infrastrutura esistente, in particolare i conti di pagamento) ne' gli MNOs (basati sul loro accesso al *secure element* di un telefonino).[20]

Per i pagamenti elettronici *on line*, l'assenza di standard comuni sembrerebbe porre meno problemi. Questo è in parte dovuto all'uso di internet come piattaforma comune, dotata di protocolli di comunicazione definiti. I pagamenti elettronici, anche se inizialmente avviati via internet, sono spesso trattati come normali pagamenti con carta oppure tramite piattaforme bancarie online. Pittosto che dell'assenza di standard, quindi, essi risentono della mancanza di interoperabilità tra i soggetti che intervengono nel trattamento dei pagamenti.[21]

3.2. L'interoperabilita' e' affrontata nei *Principles of financial market infrastructures* (PFMIs)[22] come una delle diverse forme di interdipendenze tra infrastrutture dei mercati finanziari (FMIs). In particolare, il Principio 18, sui requisiti di accesso e partecipazione, afferma che le FMIs dovrebbero fornire un accesso equo ed aperto, includendo altre FMIs, e il Principio 22, sulle procedure e gli standards di comunicazione, afferma che le FMIs dovrebbero utilizzare, o almeno accomodare, procedure e standard pertinenti di comunicazione riconosciuti internazionalmente. *Tuttavia*, i PFMIs affrontano l'interoperabilita' nel contesto delle infrastrutture dei mercati finanziari in generale: essi non sono dedicati esplicitamente all'interoperabilita' nell'ambito dei sistemi di pagamento.

Esaminiamo il quadro legislativo e regolamentare europeo.

In Europa, la ricerca di schemi comuni e standardizzazione a livello UE ha

[19] Data la natura specifica dei pagamenti mobili, l'interoperabilita' dovrebbe affrontare l'aspetto della portabilità delle applicazioni per questo tipo di pagamenti (vale a dire, il modo in cui tali applicazioni seguono i consumatori quando questi cambiano gestore di telefonia mobile).
[20] ERPB, *Mobile and card-based contactless proximity payments*, Final Report.
[21] Commissione europea, Antitrust: Commission closes investigation of EPC but continues monitoring online payments market, memo/13/553, Bruxelles, 13 giugno 2013.
[22] "Principles for Financial Market Infrastructures," rapporto del Committee on Payment and Settlement Systems e del IOSCO, Bank for International Settlements, Basilea, aprile 2012.

definito il panorama normativo per i pagamenti nell'ultimo decennio.[23] Tuttavia, ad eccezione di linee guida settoriali emesse dall'ESMA[24] e dalla BCE[25], nell'Unione europea, fino alla PSD2, e' stato assente un vero e proprio quadro che disciplinasse gli standard tecnici e l'interoperabilità nei sistemi di pagamento.

Attenzione all'interoperabilita' nel settore dei pagamenti è stata rivolta dalle autorità garanti della concorrenza nell'Unione europea, con particolare riferimento, da parte della Commissione europea, all'esclusione di concorrenti effettivi o potenziali che sono alla ricerca di accesso - o vorrebbero partecipare allo sviluppo - di schemi o standard.

L'indagine della Commissione nel caso dell'European Payments Council (EPC[26]) sui pagamenti elettronici riguardava proprio la preclusione di potenziali entranti. Nel settembre 2011, la Commissione europea aveva aperto un'indagine antitrust per analizzare il processo di standardizzazione dei sistemi di pagamento online. Questo processo era stato lanciato dall'EPC come parte del SEPA. Al centro dell'indagine vi era l'EPC. Il Commissario per la concorrenza Joaquín Almunia aveva spiegato che l'indagine riguardava i grandi operatori del sistema bancario e i

[23]Cfr. VALVERDE, KAHN, *Payment systems in the US and Europe: efficiency, soundness and challenges*, Banca centrale di Spagna, Revista de estabilidad financiera, No.30, 2016. Si veda Banca Centrale Europea: "A lungo termine tutti i pagamenti effettuati nell'area dell'euro potranno essere trattati in modo interamente automatizzato dall'ordinante al beneficiario, sulla base di standard aperti e non concepiti per una specifica infrastruttura." Banca Centrale Europea, *SEPA: Area Unica dei Pagamenti in Euro*, 2009. E ancora, nel 2010, la Banca Centrale Europea affermava: "occorre rafforzare ulteriormente l'interoperabilità tra le infrastrutture, rimuovendo gli ostacoli residui. L'Eurosistema invita tutte le infrastrutture presenti nell'area dell'euro che intendano essere conformi alla SEPA a intavolare un dialogo aperto sulla realizzazione dell'interoperabilità. Inoltre incoraggia l'EPC a dare seguito all'impegno di partecipare a un dialogo formalmente articolato con le infrastrutture." Banca Centrale Europea, *Settimo rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione dell'area unica dei pagamenti in euro dalla teoria alla pratica*, ottobre 2010.

[24]L'ESMA, nel 2013, aveva emesso linee guida per l'interoperabilita' tra controparti centrali UE emesse in base all'articolo 54(4) della European Market Infrastructures Regulation. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements: final report* (2013) (ESMA/2013/1390).

[25]La Banca Centrale Europea ha formulato, nel 2012, delle linee guida sulla supervisione dei "link" che connettono i sistemi di pagamento al dettaglio. Banca Centrale Europea, *Oversight expectations for links between retail payment systems*, Francoforte, 2012.

[26]L'EPC ha pubblicato nel 2010, e rivisto nel 2012, un libro bianco sui pagamenti mobili: European Payment Council, *Mobile Payments*, Libro Bianco, 2012 EPC492-09.

metodi impiegati nel mercato dei pagamenti online. In particolare, la Commissione temeva che la standardizzazione in atto per garantire l'interoperabilità dei diversi sistemi nazionali di pagamenti elettronici avrebbe potuto ostacolare l'ingresso nel settore di nuovi operatori. Secondo le denunce giunte alla Commissione, infatti, questo processo di standardizzazione avrebbe tagliato fuori dal mercato operatori non bancari come Paypal e Hipay. La Commissione ha chiuso l'investigazione nel 2013, in quanto l'EPC – nel corso dell'investigazione – aveva annunciato la decisione di bloccare lo sviluppo dell cd. "e-Payments Framework" e ogni altra iniziativa di standardizzazione che avrebbe avuto lo stesso obiettivo o effetto. Come risultato, l'attore, Sofort AG, ritiro' la denuncia.[27]

Nonostante negli ultimi anni il mercato dei servizi di pagamento sia stato oggetto di varie direttive (le due direttive sui sistemi di pagamento – PSD - e la Direttiva su E-Money) e regolamenti (Regulation (EC) n° 2560/2001, Regulation (EC) n°924/2009, SEPA Regulation, etc), senza menzionare la regolamentazione correlata (protezione sui dati, diritti dei consumatori, antiriciclaggio, ecc.), e' solo con la nuova Direttiva sui servizi di pagamento, cd. PSD2, che vengono introdotti sviluppi importanti per l'interoperabilita'.

La PSD2 regolamenta i nuovi servizi che si vanno diffondendo per agevolare i pagamenti su internet (servizi di iniziazione del pagamento, cd. PIS)[28] e di aggregazione delle informazioni sui conti[29]) e rafforza le disposizioni in materia di sicurezza.[30] La PSD2 include i PIS tra i servizi di pagamento e fornisce ai fornitori di

[27]Cfr. LEE: "Normally standardization is pro-competitive, but we were concerned in an investigation on epayments by the European Payments Council (EPC) that major players may have banded together to create an exclusionary effect on non-bank epayment mechanisms" (http://www.w3.org/2013/10/payments/minutes/2014-03-24-intro/#87).

[28]Il servizio di iniziazione del pagamento (Payment Initiation) consente di disporre ordini di pagamento nell'ambito di transazioni di e-commerce, mediante reindirizzamento del pagatore sul proprio conto di internet banking, effettuato da un provider diverso dalla banca che gestisce il conto.

[29]Il servizio di informazioni sul conto (Account Information) aggrega le informazioni relative a più conti detenuti dallo stesso cliente ed è anch'esso fornito da un soggetto diverso rispetto all'intermediario presso il quale è detenuto il conto del cliente.

[30]In particolare: l'obbligo di autenticazione forte del cliente e delle transazioni per le operazioni via internet; l'adozione di misure di sicurezza adeguate per tutelare la riservatezza e l'integrità

PIS accesso ai conti di pagamento per iniziare un pagamento online a richiesta del consumatore. La PSD2, inoltre, stabilisce che il fornitore di PIS (PISP) si identifichi al fornitore di account servicing (ASPSP) e che entrambi comunichino tra di loro in maniera sicura. Al fine di soddisfare i requisiti legali, un ASPSP dovrebbe sviluppare e/o implementare una soluzione tecnica (interfaccia), che abiliti PISPs a riconoscere e comunicare in maniera sicura con il ASPSP. A sua volta, i PISPs dovrebbero adeguare i propri sistemi al fine d'interagire con ogni ASPSP, nonché per la prestazione efficiente di servizi ai propri clienti.

A tal fine, la PSD2 (articolo 98) assegna all'EBA, in stretta collaborazione con la BCE (attraverso l'ERPB), il mandato di sviluppare gli standard tecnologici (cd. Regulatory Technical Standards (RTS)) in materia, specificando tra l'altro i requisiti per standard aperti di comunicazione comuni e sicuri. Tali requisiti tecnici dovrebbero costituire la base per definire le specificazioni tecniche dettagliate che sono necessarie per per raggiungere l'obiettivo della PSD2 di promuovere la protezione del consumatore, l'innovazione e la sicurezza dei servizi di pagamento nell'UE.

Un particolare RTS riguarda l'autenticazione forte del cliente e la comunicazione comune e sicura. Entro ottobre 2016, i rappresentati delle banche e altri portatori d'interesse, incluso l'EPC, hanno avuto l'opportunita' di commentare e rispondere al Consultation Paper dell'EBA "*on the Draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements on strong customer authentication and common and secure communication under PSD2*"[31]. I *Regulatory Technical Stan-*

delle credenziali di sicurezza personalizzate degli utenti; l'utilizzo di standard aperti per la comunicazione sicura tra prestatori di servizi di pagamento.

[31]Essi si erano gia' confrontati sul Discussion Paper dell'EBA "on future Draft Regulatory Technical Standards on strong customer authentication and secure communication under the revised Payment Services Directive (PSD2)", pubblicato nel dicembre 2015. Il documento si proponeva di sollecitare la discussione e raccogliere informazioni sull'autenticazione del cliente, in una fase antecedente alla definizione di cd. Regulatory Technical Standards. Il Consultation Paper copre i seguenti aspetti: 1) requisiti per l'autenticazione forte del cliente quando questi acceda al proprio conto online, dia inizio ad un pagamento elettronico o esegua azioni che possano implicare un rischio di frode o di altri abusi nei pagamenti; 2) esenzioni nell'applicazione dell'autenticazione forte, basate sul livello di rischio del servizio di pagamento, sul valore e/o la ricorrenza della transazione, sullo strumento di pagamento utilizzato; 3) requisiti che le misure di sicurezza devono soddisfare per tutelare la riservatezza e l'integrità delle credenziali di sicurezza personalizzate degli utenti di servizi di pagamento; 4) requisiti per standard aperti di comunicazione comuni e

dards definitivi verranno pubblicati dopo essere stati sottoposti a tale nuova consultazione pubblica.

La consultazione non ha coinvolto solo gli istituti di credito. L'EBA ha ricevuto risposte anche da istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica individuali, associazioni nazionali ed europee che rappresentano queste istituzioni, IT service provider, rivenditori, piccole e medie imprese, consumatori o associazioni di consumatori, come pure da accademici.[32]

Inoltre, l'Euro Retail Payment Board – ERPB – istituito nel dicembre 2013 dalla BCE, con la partecipazione degli stakeholders rilevanti (incluso l'EPC), discute problemi strategici relativi ai pagamenti al dettaglio, inclusa l'analisi di standard esistenti (nazionali e internazionali) e la determinazione di ostacoli all'interoperabilita' a livello pan-europeo.[33] All'interno dell'ERPB, a novembre 2016, e' stata decisa la creazione di gruppo di lavoro sui PIS, presieduto da E-Commerce Europe e dall'EPC. Seguendo una raccomandazione dell'ERPB, nel gennaio 2016, e' stato creato il Mobile Proxy Forum, che si occupa di standardizzazione dei pagamenti mobile europei da persona a persona (P2P).[34]

Un'altro aspetto rilevante per l'interoperabilita', su cui si studia lo sviluppo di standard tecnici in Europa, e' quello della fatturazione elettronica (cd. e-invoicing). Un gruppo di lavoro dell'ERPB, creato nel novembre 2015 e co-presieduto dall'EPC (al fianco dell' European Association of Corporate Treasurers (EACT) / Business Europe), ha presentato il rapporto sulle possibili soluzioni relative alla fat-

---

sicuri ai fini dell'identificazione, dell'autenticazione, della notifica e della trasmissione di informazioni, nonché dell'attuazione delle misure di sicurezza, tra banche, Payment Initiation Service Providers, Account Information Service Providers, pagatori, beneficiari e altri prestatori di servizi di pagamento; 5) possibili sinergie con il Regolamento eIDAS sull'identità digitale.

[32]Cfr. European Banking Authority, *Consultation Paper On the draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements on strong customer authentication and common and secure communication under PSD2*, EBA-CP-2016-11, 12 agosto 2016.

[33]Cfr. ERPB, *Mobile and card-based contactless proximity payments*, Final Report, p. 38.

[34]Tra i progressi compiuti dal Forum, un passo notevole era la definizione della logica della gerarchia di polling (polling hierarchy). Questa gerarchia sarà utile quando diverse soluzioni reclamano lo stesso numero di telefono cellulare. Essa sarà inclusa nelle regole del servizio di ricerca standardizzato proxy pan-europeo (standardized proxy look-up, SPL), che svilupperà il Proxy Mobile Forum. Il servizio SPL pan-europeo è previsto che sia lanciato verso la fine del 2017.

tura elettronica/presentazione e pagamento del conto nei pagamenti al dettaglio.[35]

Infine, l'EPC – incaricato dall'ERPB - ha finalizzato la cornice per le soluzioni di pagamento istantaneo, il cui schema costituisce la base di tutti i pagamenti innovativi, elaborando le regole di uno schema di bonifico "instant" ("SEPA Credit Transfer instant"). L'obiettivo dell'ERPB e' di promuovere lo sviluppo di una soluzione pan-europea entro novembre 2017. Per i pagamenti istantanei, sono stati individuati quattro specifici diversi livelli d'interoperabilita', proprio allo scopo di differenziare l'intervento del legislatore europeo: 1) il canale di inizializzazione del pagamento (ovvero la soluzione offerta dai PSPs ai propri clienti); 2) lo schema di pagamento, costituito dalle regole e dagli standard interbancari che consentono il trasferimento delle informazioni relative alle transazioni, indipendentemente dalle modalità di clearing e settlement; 3) il clearing (ovvero il processo di trasmissione, riconciliazione, conferma degli ordini prima del regolamento, che può includere la compensazione degli ordini e il calcolo delle posizioni finali per il regolamento); 4) il settlement (la fase finale di regolamento dei pagamenti). L'intervento del legislatore europeo dovrebbe essere diverso a seconda del livello d'interoperabilita': mentre il primo livello e' rimesso all'iniziativa del mercato, gli altri tre richiedono soluzioni di sistema atte ad assicurare la piena raggiungibilità di tutti gli utenti nell'area della SEPA e di contemperare le esigenze di "instantaneità" del pagamento con quelle di contenimento dei rischi di credito e di liquidità per i prestatori che offrono tali servizi. Per soddisfare le aspettative dall'Eurosistema per il clearing e il settlement dei pagamenti istantanei, le infrastrutture di clearing europee stanno approfondendo la possibilita' di soluzioni in grado di raggiungere tutti i prestatori dell'area SEPA, anche tramite l'interoperabilità, e l'adozione di politiche di accesso aperto e non discriminatorio.

Negli Stati Uniti, dove le piattaforme esistenti già beneficiano di standardizzazione, la capacità delle autorità di regolamentazione di imporre soluzioni unifi-

[35]Cfr. Euro Retail Payments Board (ERPB), *Report from the ERPB Working Group on E-invoicing solutions related to retail payments*, ERPB Meeting 28 November 2016.

cate sulle tecnologie emergenti e' limitata. Manca un quadro legale regolamentare coerente dei pagamenti elettronici, sia a livello federale che nazionale.

Secondo la posizione maggiormente seguita negli USA, la neutralita' tecnologia dovrebbe essere accompagnata da una sana dose di contenimento normativo.[36] In seguito ad una lettera ai regolatori bancari federali da parte del Senatore Mark Warner, che chiedeva quali passi le loro agenzie stessero intraprendendo per migliorare la protezione dei consumatori nei servizi di pagamento, i regolatori notarono come tentativi per sostenere una tecnologia specifica, ad esempio chip e PIN, siano miopi e potrebbero ostacolare l'implementazione di una nuova tecnologia in via di sviluppo.[37]

Tuttavia, l'orientamento del regolatore federale non e' cosi' chiaro e sembrerebbe a favore di una regolamentazione della neutralita tecnologica, con un'inversione di tendenza rispetto al passato. Nel gennaio 2015, la Federal Reserve degli Stati Uniti ha emesso 'Strategie per migliorare il sistema di pagamento negli USA'[38], un rapporto che presenta un piano articolato per migliorare velocità,

[36]Con argomentazioni analoghe, si discute negli USA se gli operatori di telefonia mobile debbano essere soggetti alle regole di neutralità della rete. Winston J. Maxwell and Marc Bourreau, *Technology neutrality in Internet, telecoms and data protection regulation*, in Computer and Telecommunications L. Rev. (2014).

[37]Citazioni: "*The OCC does not require banks to use a specific technological security control, such as chip-and-PIN. We expect banks to develop and implement controls that address the evolving risks facing each bank and that best meet the needs of their customers. The OCC believes that the participants in payment card systems are best situated to determine the most effective solutions to address payments system security*.", o, anche: "*Rather than issuing one prescriptive standard applicable to the security of payment cards, the OCC prefers to prescribe a standard that allows the industry to develop innovative and cost effective solutions that meet or exceed the regulatory parameters outlined above*." – Office of the Comptroller of the Currency (March 9, 2015 – P. 3). "*In our role as supervisor, the Federal Reserve does not mandate use of a specific technological approach to payment card security in recognition of the evolving nature of payment card fraud threats and of the variety of tools that can be employed to address these threats. This approach is intended to allow financial institutions and other industry participants sufficient flexibility to design policies and procedures that most effectively reduce fraud losses to all parties involved in payment card transactions.*" "The Federal Reserve supports a layered approach to payment card security that does not mandate a particular security technology." – Board of Governors of the Federal Reserve System (March 5, 2015 – P. 1) http://www.electronicpaymentscoalition.org/wp-content/uploads/2015/10/Regulators-on-PIN_10_14_15.pdf

[38]Cfr. Federal Reserve degli Stati Uniti, *Strategies for Improving the U.S. Payment System*, 26 gennaio 2015. Lo studio comunica gli obiettivi desiderati per il sistema di pagamento e delinea le strategie e le tattiche della Federal Reserve per perseguirli, in collaborazione con le parti interessate. Questo piano riflette i contributi e l'impegno di migliaia di partecipanti ai sistemi di pagamento che hanno condiviso la propria esperienza e visione.

sicurezza ed efficienza dei sistemi di pagamento negli Stati Uniti. Il rapporto afferma, sotto il titolo "Develop technologies and rules that foster greater interoperability for P2P, P2B and small business B2B payment directories": "*The Federal Reserve will work with industry stakeholders to develop technologies and rules that foster greater ubiquity and interoperability among payment directories for P2P, P2B and small business B2B payments. This effort supports the desire to achieve ubiquitous credit-push payments that can be made on new or legacy electronic payment platforms*."[39]

Occorre considerare come l'approccio regolamentare – nell'UE e negli USA – sia diverso. La PSD2 rappresenta un obbligo normativo (occorre conformarsi entro il gennaio 2018). Invece, negli USA, anche se probabilmente molti elementi della tutela dei consumatori e accesso aperto ai conti riceveranno maggiore attenzione legislativa nel prossimo futuro, l'adozione di pagamenti più veloci attualmente non e' un obbligo, ma è puramente volontario.

Tali approcci sono anche il riflesso di sviluppo diverso dei rispettivi mercati. Da una parte, nell'UE, un mercato bancario gia' altamente regolato che si vuole aprire a nuovi attori e a soggetti non bancari, previo assoggettamento a regolamentazione. Dall'altra parte, negli Stati Uniti, c'e' meno regolamentazione, ma i nuovi entranti sono già molto avanzati nel mercato e la concorrenza nei pagamenti e' maggiore, in particolare la concorrenza nei sistemi di pagamento al dettaglio è forte e crescente.

Infine, la regolamentazione e' influenzata dalla diversa attitudine al dibattito tra EU e US – accesa negli USA e quasi assente nell'UE - nel processo di formazione delle regole, come nel caso della normativa che disciplina le commissioni interbancarie.[40] Gli stakeholders coinvolti nel SEPA sono molteplici e vari - l'industria

[39]Cfr. Federal Reserve degli Stati Uniti, pag. 49.

[40]Nell'ultimo decennio, negli Stati Uniti, c'è stato un vigoroso dibattito pubblico sulle commissioni interbancarie. Nel 2005 il presidente Alan Greenspan disse che la Fed non aveva autorità per regolare le commissioni. Nel 2006 il Vice presidente della Fed, Don Kohn, disse che le dispute sulle commissioni sono state risolte meglio da parte di privati nel mercato. Il Congresso tenne tre udienze sulle commissioni nel 2006 e nel 2007, senza arrivare ad alcuna soluzione. In contrasto, il Parlamento UE ha approvato - 621 voti contro 26, con 29 astensioni - la proposta della

bancaria europea (federazioni bancarie, associazioni bancarie, singole banche), le infrastrutture deputate al trattamento dei pagamenti (clearing houses, processori, facilitatori tecnici), Stati, Pubbliche Amministrazioni, associazioni di imprese, imprese, esercenti, associazioni di consumatori, consumatori – ma e' limitata o assente un acceso dibattito. Inoltre, la legislazione e regolamentazione ex-ante sembrano essere la regola nei sistemi di pagamento a livello europeo, spesso in assenza di una valutazione indipendente del loro impatto.[41]

4. L'ecosistema dei sistemi di pagamento[42] sta diventando sempre piu complesso. E' necessario un quadro legale e regolamentare ben fondato dei sistemi di pagamento[43], ovvero un quadro che sia prevedibile,[44] non discriminatorio[45] e proporzionato[46].

Commissione di limitare le commissioni interbancarie di debito e credito. Il dissenso era rappresentato solo dal 4 per cento, testimoniando come non ci fosse alcun dibattito, nonostante i controlli sui prezzi sopprimano l'innovazione nei pagamenti e la concorrenza. Inoltre, la PSD2 e' stata approvata dal Parlamento europeo con 578 voti a favore, 29 contro e 52 astensioni.

[41]Ad esempio, non era presente alcun riferimento a principi di mercato nel Libro Verde del 2012 e l'efficienza macro-economica non era considerata.

[42]Il termine "ecosistema", che deriva originariamente dalla biologia, e' stato esteso ai sistemi di pagamento da MAY, LEVIN, SUGIHARA, *Complex systems: ecology for bankers*. Nature 451, 893–895, 2008. Sulle caratteristiche comuni degli ecosistemi, applicabile ai sistemi di pagamento, HEDMAN, HENNINGSSON, Electronic Commerce Research and Applications 14 (2015) 305–318.

[43]Committee of Payments and Market Infrastructures (CPMI), *Payment Aspects of Financial Inclusion*, aprile 2016.

[44]Un quadro giuridico e normativo prevedibile è uno in cui è chiaro quali leggi e regolamenti sono rilevanti, dove non cambiano frequentemente e dove sono applicate dalle autorità, compresi i tribunali, in modo coerente. La prevedibilità contribuisce a creare un clima favorevole per investimenti del settore privato, ed è fondamentale per aumentare la concorrenza nel mercato dei servizi di pagamento.

[45]Un quadro giuridico e normativo non discriminatorio è uno che è ugualmente applicabile a diversi tipi di provider, nella misura in cui essi forniscono servizi equivalenti. Regolare i pagamenti esclusivamente in base al tipo di entità può rendere meno efficace la regolamentazione e distorcere i mercati. Un approccio funzionale piuttosto che istituzionale per la regolamentazione e la vigilanza dei servizi di pagamento – dove servizi equivalenti sono regolati allo stesso modo, indipendentemente dal tipo di entità che fornisce il servizio e dallo strumento di pagamento – aiuta il level playing field tra tipi diversi di provider, e promuove la concorrenza su una base giusta ed equa.

[46]Un quadro giuridico e normativo proporzionato per i pagamenti è uno che non è eccessivamente restrittivo e oneroso rispetto alle possibili problematiche che dovrebbere risolvere o al numero e al valore di trasferimenti in gioco. I pagamenti possono presentare rischi per il sistema finanziario – i prodotti possono essere utilizzati per il riciclaggio di denaro o finanziamento al terrorismo – ma forniscono anche un vantaggio sociale importante per gli utenti e spesso sono transazioni, su base

Nel valutare la proporzionalita' di un intervento regolatorio, occorre considerare come gli obiettivi del regolatore dei sistemi di pagamento siano divenuti piu' articolati. All'obiettivo di promuovere la stabilita' e l'efficienza dei sistemi di pagamento,[47] si affianca quello di promuovere l'inclusione finanziaria.[48] La sfida per il regolatore è garantire l'inclusione finanziaria senza compromettere la stabilità del sistema. Occorre dunque individuare strategie regolatorie che creino un ambiente favorevole all'innovazione e all'interoperabilita', poiche' l'utilizzo di mezzi innovativi di pagamento interoperabili tra di loro rappresenta un'opportunità senza precedenti per l'inclusione finanziaria, riducendo i costi delle transazioni di pagamento, in particolare per la popolazione senza un conto bancario.[49]

All'abbatimento delle barriere che limitano l'interoperabilita' e' legato il processo di standardizzazione e il concetto di neutralita' tecnologica. Il concetto di neutralita' tecnologica e' discusso sotto diverse accezioni.[50]

Comunemente, per neutralita' tecnologica si intende che gli stessi principi normativi si applicano indipendentemente dalla tecnologia usata. La neutralita' tecnologica e', in questa accezione, riconosciuta dal 2011 dall'OCSE come principio fondamentale per la politica di Internet[51] e rappresenta uno dei principi chiave della cornice regolamentare europea per le comunicazioni elettroniche. Gli stan-

individuale, di valore molto modesto. Se troppo rigorose e non proporzionali ai rischi da affrontare, la regolazione destinata a prevenire il riciclaggio di denaro o il finanziamento del terrorismo può creare per i mittenti barriere per utilizzare servizi di pagamenti regolamentati, scoraggiare le banche e altri istituti finanziari regolati dall'offrire di servizi di pagamento e fornire servizi bancari ai fornitori non bancari e ostacolare la crescita di nuove tecnologie che facilitano l'uso dei pagamenti elettronici e potenzialmente ridurre i costi.

[47]Cfr. BRADFORD, HAYASHI, HUNG, ROSATI, SULLIVAN, WANG, WEINER, *"Nonbanks and Risk in Retail Payments: EU and U.S.",* in M. Eric Jonhson (ed) *Managing Information Risk and the Economics of Security*, (Berlin: Springer 2009) 17–53.

[48]Cfr. BECK, DE LA TORRE, *"The Basic Analytics of Access to Financial Services"*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 16, Issue 2, maggio, pp. 79–117, 2007; DITTUS, KLEIN, *On Harnessing the Potential of Financial Inclusion*, 2011, BIS Working Paper No. 347.

[49]Cfr. BOSSONE, *Payment System Oversight and Interoperability*, ITU-T Focus Group Digital Financial Services, novembre 2016.

[50]Cfr. MAXWELL, BOURREAU, *Technology neutrality in Internet, telecoms and data protection regulation*, Hogan Lovells, 2014.

[51]Cfr. OCSE, *OECD Council Recommendation on Principles for Internet Policy Making*, 13 dicembre 2011.

dard tecnici, quindi, dovrebbero essere il piu' possibile basati su principi e non essere standard tecnici specifici o includere una lista esaustiva di esempi.

Neutralita' tecnologica significa, dunque, che gli standard tecnologici vengono prodotti solo per limitare esternalita' negative e, anche in tal caso, dovrebbero limitarsi al risultato da raggiungere, lasciando le imprese libere di adottare la tecnologia considerata piu' appropriata per raggiungere tale risultato. In questo contesto, neutralità tecnologica è sinonimo del termine "standard di prestazione", che sono gli standard che descrivono il risultato previsto, ma non impongono una data tecnologia.[52]

Neutralita' tecnologica significa, dunque, che i regolatori dovrebbero astenersi dall'usare la regolazione come mezzo per strutturare il mercato in un certo modo. In un mercato altamente competitivo, i regolatori dovrebbero impegnarsi a non scegliere i "vincitori tecnologici".[53]

La neutralità tecnologica e' uno dei principi chiave del quadro normativo europeo per le comunicazioni elettroniche. Nel 2002, quando fu inizialmente applicato, questo approccio era rivoluzionario, perché in precedenza ogni tipo di rete era soggetto a regole separate. Nel 2009, con la Direttiva sulla *Better Regulation*, il legislatore europeo ha esteso il principio della neutralita' tecnologica alle licenze di spettro: i regolatori non potevano piu' imporre una particolare tecnologia sugli operatori mobile. Il concetto appare nel *Regolamento sulla protezione dei dati dell'Unione europea* ("EU Data Protection Regulation") e nella *Direttiva UE sulla*

[52]Il concetto di standard di prestazione è stato sviluppato negli Stati Uniti nel 1980 nel contesto del movimento "Better regulation". Standard di prestazione sono ritenuti essere più efficienti del cd. "design standard", perché gli standard di prestazione lasciano le imprese regolamentate libere di scegliere la tecnologia più adatta per ottenere il risultato specificato nello standard. BREYER, *Regulation and its Reform*, Harvard University Press, 1982.

[53]In un mercato innovativo, con cambiamenti tecnologici rapidi, il rischio di errore regolatorio e' alto, rendendo rischiosa una regolazione non-tecnologicamente neutrale. La questione e': in quali casi standard imposti dal governo sono preferibili a standard imposti dal mercato? In un recente articolo, llanes e Poblete dimostrano che market standards sono preferibili dove vi e' un livello alto d'incertezza sui benefici della tecnologia. Ad una conclusione simile si dovrebbe arrivare per la neutralita' tecnologica: piu' e' alto il livello d'incertezza sull'evoluzione della tecnologia, tanto piu' e' importante rendere gli standard tecnologicamente neutrali. Nelle Raccomandazioni dell'OCSE del 2011, la neutralita' tecnologica si riferisce a questo aspetto. Cfr. LLANES, POBLETE, *Technology choice and coalition formation in standards wars*, 2015, http://www.gllanes.com/llanes-poblete.pdf.

rete e sicurezza delle informazioni (*Directive on Network and Information Security,* cd. direttiva NIS), entrambi del 2016.

Tuttavia, si discute in Europa se ad alcune nuove tecnologie di rete debba essere concessa una "vacanza regolamentare". Ad esempio, il legislatore europeo ha incluso, nella Direttiva quadro sulle comunicazioni elettroniche, una dichiarazione che mercati competitivi o emergenti non dovrebbe essere soggetto di regolazione ex ante.[54] Le regole EU sulla net neutrality si applicano dal 30 aprile 2016 alle reti e servizi di comunicazione elettronica, a seguito dell'adozione del Regolamento (EU) 2015/2120 del 25 November 2015 (cd. *Regolamento Telecom Single Market* - TSM)[55] e delle Linee guida BEREC di applicazione del Regolamento[56].

Alla luce di quanto sopra, l'Autore intende chiedersi se sia necessario portare fino in fondo la standardizzazione dei diversi elementi (protocolli, interfacce, applicazioni, servizi)[57] o se, al contrario, non sia sufficiente che l'attività di standardizzazione garantisca semplicemente la completa interoperabilità delle varie soluzioni, favorendo standard aperti che rispondano alla mobilità dei consumatori, sviluppati dai privati e adatti ad un contesto globale.

Nello sviluppare i RTS, come anche evidenziato dall'EBA nel Consultation Paper, occorre bilanciare diversi e spesso confliggenti obiettivi.[58]

Da una parte, l'obiettivo di evitare la frammentazione del mercato suggerirebbe di sviluppare standard molto dettagliati e tecnici. Questo approccio eviterebbe il rischio di frammentazione dovuto a soluzioni proprietarie differenti in

[54]Cfr. Recital 27.
[55]Cfr. Regolamento (UE) n. 2015/2120, del 25 novembre 2015, del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce misure riguardanti l'accesso a un'Internet aperta e che modifica la direttiva n. 2002/22/CE relativa al servizio universale e ai diritti degli utenti in materia di reti e di servizi di comunicazione elettronica e il Regolamento (UE) n. 2012/531 relativo al roaming sulle reti pubbliche di comunicazioni mobili all'interno dell'Unione.
[56]Cfr. BEREC Guidelines on Regulation (EU) No. 531/2012 as amended by Regulation (EU) No. 2120/2015.
[57]Cfr. Parte 7 ("accordi di normazione"), *Linee direttrici sull'applicabilita' dell'articolo 101 del Trattato sul funzionamento dell' Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale*, GU C 11 del 14.1.2011, pag. 1.
[58]Cfr. European Banking Authority, *Consultation Paper On the draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements on strong customer authentication and common and secure communication under PSD2*, EBA-CP-2016-11, 12 agosto 2016, p.6.

tutta l'UE, in particolare per la comunicazione tra Account Servicing Payment Service Providers (ASPSPs), fornitori di Payment Initiation Services (PIS), fornitori di Account Initiation Services (AIS), debitori, beneficiari e altri fornitori di servizi di pagamento. Una regolamentazione dettagliata eviterebbe il rischio che a dominare l'intera catena di pagamento (dispositivo, piattaforma di applicazione e gestione della sicurezza) siano i soggetti privati che controllano gli standard e, pertanto, l'interoperabilità.

D'altra parte, l'obiettivo di facilitare l'innovazione suggerirebbe la creazione di standard poco dettagliati ed il meno tecnici possibile, per permettere all'industria di creare soluzioni che rispettino i RTS dell'EBA, ma anche all'innovazione di svilupparsi, sfruttando gli avanzamenti della tecnologia nel tempo e rispondere alle future minaccie alla sicurezza dei pagamenti.

Una regolamentazione meno dettagliata permette ai regolatori di utilizzare la "minaccia" di un futuro regolamento come incentivo per spingere il mercato verso soluzioni di autoregolamentazione o di coregolamentazione, che può essere più efficace rispetto ad una normativa di comando e controllo.[59]

I regolatori dovrebbero evitare di estendere la propria autorità a nuovi mercati e tecnologie in modo prematuro, prima che vi sia prova di un fallimento del mercato duraturo che debba essere corretto. Il mercato dei pagamenti sta cambiando rapidamente ed e' fortemente innovativo. In questo senso, una regolamentazione dettagliata potrebbe essere eccessiva per mercati emergenti, agendo come una barriera all'ingresso o contribuendo alla frammentazione dei servizi di pagamento offerti.[60] Tentativi prematuri o stringenti di regolamentare l'innovazione nei pagamenti possono soffocare lo sviluppo del mercato e l'intero-

[59]Cfr. HALFTECH, *Legislative Threats*, 61 Stanford L. Rev. 629, 2008.

[60]Il premio Nobel James Buchanan afferma, nella sua teoria della scelta pubblica, che i regolatori cercano di massimizzare il loro potere e utilità. Seguendo questa teoria, i regolatori europei, applicando il concetto di "neutralità tecnologica", inevitabilmente estenderanno la loro autorità a nuovi mercati e tecnologie, prima che ci sia evidenza di fallimenti del mercato che meritino un intervento.

perabilità.[61]

Estendere la regolamentazione, o una regolamentazione eccessiva, alle piattaforme si pagamento, potrebbe dunque avere effetti negativi significativi sull'innovazione. Shelansky[62]e Manne e Wright[63] hanno dimostrato che nei rimedi antitrust, il rischio di errore normativo è alto quando si tratta di nuovi modelli di business basati su Internet. I regolatori tendono a vedere comportamenti anticoncorrenziali in nuovi modelli di business. Secondo gli Autori citati, il costo di errore è molto più elevato quando un regolatore impone erroneamente un rimedio (errore cd. di "Tipo I"), rispetto alla situazione in cui un regolatore erroneamente non riesce a imporre un rimedio (errore di "Tipo II"). Questo porta alla conclusione che ove vi sia una notevole incertezza a causa di rapidi cambiamenti tecnologici e di mercato, i regolatori dovrebbero avere la tendenza a non fare nulla, piuttosto che imporre un rimedio. Inoltre, poiche' tale incertezza determina incertezza anche per quanto riguarda l'ambito di applicazione del regolamento applicato alle nuove tecnologie, le imprese potrebbero essere indotte a rinviare o ridurre gli investimenti.[64]

Come anche ribadito dall'EPC, in corso di consultazione, per consentire l'evoluzione delle soluzioni di mercato e l'innovazione, i RTS dovrebbero essere robusti, ma tecnologicamente neutrali. Questo significa che essi dovrebbero essere, il piu' possibile, basati sui principi e non definire norme tecniche specifiche o includere elenchi esaustivi di esempi. I RTS devono essere aperti a tutti i modelli aziendali, tecnici, legali e operativi e devono facilitare la creazione di un ambiente che è equo, con la chiara delineazione del rischio e delle responsabilità. I vari scenari creati dalla PSD2 significano che gli utenti del servizio di pagamento devono

[61]Vedi anche European Banking Federation, *EBF position on the European Commission's Green Paper "Towards an integrated European market for card, internet and mobile payments"*, aprile 2012.
[62]Cfr. SHELANSKI, *Information, Innovation, and Competition Policy for the Internet*, University of Pennsylvania Law Review 161,1663-1705, 2013.
[63]Cfr. MANNE, WRIGHT, *Google and the limits of Antitrust: the case against the antitrust case against Google*, Harvard Journal of Law & Public Policy, Vol. 34 (1), 2011.
[64]Cfr. OCSE, Raccomandazione del Consiglio dell'OCSE del 2011 su "Principi per Internet Policy Making".

concedere l'autorizzazione a terzi al fine di accedere ai propri dati, o di agire per loro conto. Di conseguenza, è fondamentale che i RTS non impongano restrizioni alla capacità dei fornitori di servizi di pagamento di sviluppare servizi omogenei a livello europeo o addirittura mondiale.[65]

In particolare, l'Autore, in linea con l'EPC, non riesce ad individuare il fondamento giuridico in base al quale l'EBA stabilisce che l'Art. 74.2 della PSD2 si applicherebbe solo durante un periodo transitorio. L'Art. 74.2 consente ai PSP (e ai beneficiari) di non richiedere l'identificazione forte del cliente, purché eventuali "danni finanziari" siano rimborsati al pagatore (a meno che non abbia agito in modo fraudolento). Questo spostamento di responsabilità è stato applicato per più di 25 anni per le transazioni con carta con chip basate sull'EMV standard e ha consentito ai commercianti di adottare, in maniera efficace, i propri processi di gestione del rischio.

Inoltre, in linea con l'approccio basato sul rischio adottatto dalla recente normativa europea e, soprattutto, dai global standards, sui servizi di pagamento, sarebbe stato auspicabile che le bozze dei RTS avessero proposto esenzioni basate su un'analisi di rischio della transazione eseguita dal PSP. L'approccio adottato e' in contrasto con la stessa formulazione della PSD2 (Art. 98.3(a): esenzioni basate sul "livello di rischio presente nel servizio offerto"). A tal proposito, l'EPC ha proposto una serie di criteri per la determinazione di un parametro basato sul rischio della transazione.

Per quanto concerne le esenzioni, l'adozione di standard tecnologicamente neutrali implicherebbe che i criteri su cui le esenzioni vengono definite non dovrebbero costituire un elenco esaustivo, in modo da lasciare al PSP in questione la possibilità di applicare esenzioni basate su una propria analisi del rischio della transazione. Un elenco limitato di possibili esenzioni o criteri che i PSP devono

[65]Cfr. European Payment Council, *EPC response to the EBA consultation on the draft regulatory technical standards specifying the requirement on strong customer authentication and common and secure communication under PSD2*, ottobre 2016. European Banking Federation, *EBF position on the European Commission's Green Paper "Towards an integrated European market for card, internet and mobile payments"*, aprile 2012, pagg. 13 ss.

considerare per l'analisi di rischio della transazione potrebbe ostacolare l'entrata di nuove tecnologie.

Infine, sempre in tema di esenzioni, le esenzioni dovrebbero rimanere facoltative per gli ASPSPs. Imporre le esenzioni non solo esulerebbe dal mandato dato dalla PSD2, ma non sarebbe tecnologicamente neutrale e non fornirebbe flessibilità per gli ASPSPs (che sono responsabili) in caso di pagamento sospetto di frode o altri abusi (art. 97.1(c) della PSD2).

4.1. E' necessario - per il successo del processo di standardizzazione e quindi dell'interoperabilita' nella fornitura di servizi di pagamento - coinvolgere tutte le parti interessate, banche e non-banche[66], attraverso consultazioni pubbliche o protocolli d'intesa.

In un settore caratterizzato da una struttura a rete come quello dei pagamenti, la cooperazione è un requisito fondamentale, in assenza della quale l'interoperabilità e' difficile da raggiungere[67]. Le banche, ad esempio, in qualita' di partecipanti nei sistemi di pagamenti nazionali, appartengono ad associazioni, comitati e stanze di compensazione, che sono naturali *forum* per un'azione cooperativa. Le autorità pubbliche europee potrebbero intervenire, ad esempio, prevedendo un protocollo d'intesa con l'EPC, dando al Consiglio SEPA un ruolo di orientamento per taluni standard tecnici.

[66]Cfr. MCKINSEY, *Global Payments 2014: a return to sustainable growth brings new challenges*, McKinsey & Company, New York, NY, 2014: "The challenge for banks is to shift from their traditional heavy reliance on siloed, proprietary data, to a more open approach that encompasses a broader view of customers." Un concetto simile e' espresso nel *World Payment Report*: ''The role of banks in the payments industry may change radically. In several major countries, banks may no longer be the only party at the center of payments governance, as regulators encourage non-banks and retailers to play a bigger role'' (World Payment Report, *World payment report 2014*, Capgemini and The Royal Bank of Scotland, Paris, France, and Edinburgh, UK, pag. 52).

[67]Nel Regno Unito, l'Home Office ha dato ad APACs, un gruppo di industria finanziaria, la capacità di assumere un ruolo guida nell'orchestrare l'introduzione di "Chip and PIN" nel mercato del U.K. In Messico, il controllo diretto di un sistema di pagamenti interoperabile da parte della Banca centrale (che agisce sia come regolatore che come operatore) ha permesso al sistema di ampliare il suo utilizzo ed il campo di partecipazione, e pertanto l'interoperabilità. In Giappone, il Governo ha svolto un ruolo fondamentale di direzione e motivazione dell'attivita' di attori chiave nel settore mobile payment, particolarmente nell'influenzare DOCOMO a guidare un ecosistema collaborativo nel quale esso non abusasse del suo potere di mercato. ITIF, *Contactless mobile payments*, 2009, pag. 3.

Accanto alla collaborazione con i portatori d'interesse, e' necessaria una stretta collaborazione tra autorita' rilevanti, con compiti di regolazione, supervisione e vigilanza, di vari settori poiche' e' coinvolta non solo l'area finanziaria. Ad esempio, in considerazione del ruolo sempre piu' importante che la tecnologia dell'informazione e delle telecomunicazioni svolge nei sistemi di pagamento al dettaglio, una cooperazione tra banche centrali e autorita' di regolazione delle telecomunicazioni e' richiesta e messa in pratica in diverse giurisdizioni. Inoltre, l'adozione di pagamenti innovativi da parte di settori di pubblica utilita' - come i trasporti (pagamento di biglietti), la sanità (pagamenti tramite carta di assicurazione malattia) o l'educazione (sussidi allo studio) - ha dimostrato essere un importante fattore di catalizzazione,[68] fornendo in tal modo il volume per ottenere e mantenere un sistema interoperabile.

Soprattutto, alla luce della globalizzazione dei sistemi di pagamento,[69] la collaborazione tra autorita' e' fondamentale a livello sopra-nazionale e internazionale.[70]

E' estremamente importante che, laddove possibile, siano adottati global standards. L'autenticazione forte cliente e le specifiche di interoperabilità per le comunicazioni dovrebbero basarsi su standard internazionalmente riconosciuti e aperti. Iniziative di standardizzazione come l'adozione degli standard di messagistica ISO 20022 possono facilitare l'interoperabilità tra PSP e sistemi di pagamento

[68]Cfr. ERPB, *Mobile and card-based contactless proximity payments*, Final Report, pag. 35.

[69]I PSPs tendono a spostare l'offerta da soluzioni dedicate ad un mercato puramente nazionale verso soluzioni più integrate a livello europeo e globale. C'e' un movimento transatlantico di idee e innovazioni sui sistemi di pagamento. Da una parte, i servizi di pagamento elettronici offerti negli Stati Uniti, come ad esempio quelli lanciati dai colossi internazionali Google, Apple, Facebook e Amazon, si fa strada verso l'Europa. Processori americani - come First Data, Elavon, Global Payments, EVO and TSYS - hanno raggiunto il mercato europeo; Stripe, la specialista di e-commerce dei fratelli irlandesi Collison, basata a San Francisco, ha raggiunto l'Europa. Dall'altra, i processori di e-commerce europei Adyen, Global Collect (Ingenico), British Worldpay e Wirecard si sono avventurati all'estero. In Cina, le società Alibaba e Tencent, tramite le proprie societa' dedicate ai servizi di pagamento, rispettivamente Alipay e Tenpay, stanno espandendo le loro piattaforme per lo shopping online e le piattaforme di internet, in ecosistemi utilizzabili per pagamenti digitali e servizi finanziari in generale.

[70]Problemi di cooperazione tra autorita' di paesi diversi e' affrontato in ITU-T Focus Group Digital Financial Services,
Payment System Interoperability and Oversight: The International Dimension, novembre 2016.

al dettaglio. ISO 20022 è una "ricetta" proposta da ISO per lo sviluppo di norme per la messagisitca in tutti i settori dell'industria finanziaria:[71] è "uno standard per lo sviluppo di standard".[72] Conseguentemente, nell'adottare elementi, componenti o messaggi basati su ISO 20022, i RTS europei - per assicurare l'interoperabilita' tra differenti soluzioni di comunicazione tecnologica tra PSPs - dovrebbero rimanere agnostici nei confronti di qualsiasi particolare standard per garantire che rimangano aperti all' innovazione.

5. Il mercato per gli strumenti di pagamento innovativi e' ancora in una fase evolutiva e cambia in modo intensivo e rapido. Standard appropriati emergeranno col tempo in modo evolutivo, insieme alla maturazione dei mercati di strumenti innovativi. A differenza del mercato dei pagamenti tramite carte, il mercato degli strumenti di pagamento innovativi, in particolare dei pagamenti *mobile*, e' meno maturio. Ogni interferenza regolatoria con il processo di standardizzazione guidato dall'industria, particolarmente in questo stadio immaturo, deve essere attentamente calibrato, per evitare il rischio di creare piu' danni che benefici per lo sviluppo dell'innovazione e del mercato.

Le tecnologie applicate ai pagamenti possono presentare un ostacolo all'integrazione, ma anche una grande opportunita', se la regolamentazione – attraverso global standards e norme condivise pienamente dal basso – e' capace d'incanalare la tecnologia verso il rispetto di standard comuni. Alla base della produzione di global standards, come degli stessi standard comunitari, e' la consultazione delle parti, che è stata inclusa e talvolta istituzionalizzata nel processo di regolazione. I global standards e gli standard tecnologici comunitari si arricchiscono cosi' anche delle esperienze nazionali esistenti.

[71]Ad aprile 2016, 30 paesi – tra cui USA, paesi dell'Eurozona e Giappone - hanno adottato o stanno per adottare ISO 20022 come standard per i messaggi di pagamento.

[72]La caratteristica più innovativa di ISO 20022 è la sua metodologia basata su modelli, la quale separa le regole di business dai formati di messaggistica. I modelli si evolvono con il business, mentre i formati si evolvono con la tecnologia al fine di beneficiare le ultime innovazioni. Tale modello determina il livello massimo di automazione, facilità di implementazione, apertura al mercato e ottimo rapporto costo-efficacia.

La cooperazione tra le parti interessate e la partecipazione al processo normativo e' fondamentale per aspirare all'armonizzazione delle infrastrutture e regole dei sistemi di pagamento. La crescente partecipazione di economie emergenti al processo di produzione di global standard ha influito decisamente nella definizione di nuovi standard, sensibili maggiormente all'inclusione finanziaria, e all'apertura del mercato a soggetti non bancari, inizialmente non regolamentati e per questo piu' adatti a sperimentare con nuove tecnologie per offrire servizi di pagamento innovativi.

Interazione e partecipazione delle parti, coordinamento, cooperazione. E' necessario che i vari operatori nel settore dei pagamenti si incontrino, discutano e cooperino al fine di sviluppare standard e schemi che siano interattivi, pro-concorrenziali e ampiamente disponibili, garantiscano l'interoperabilita' e al tempo stesso la sicurezza dei pagamenti e in ultima analisi beneficino i consumatori. La neutralita' tecnologica, insieme alla protezione dei consumatori, all'apertura del mercato, alla spinta all'innovazione e all'inclusione finanziaria dovrebbero essere i principi ispiratori delle azioni di strategia regolamentare.

L'analisi svolta, seppur applicata ai sistemi di pagamento, potrebbe fornire preziosi insegnamenti per l'interoperabilita' in sistemi emergenti di transazioni diversi dai sistemi di pagamento, ma che ne condividono il carattere innovativo.

Elisabetta Cervone

Assegnista di ricerca in diritto dell' economia

nell' Università degli Studi di Milano

ASIMMETRIA INFORMATIVA NEL MERCATO DELL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE E *BIG DATA*: QUALE CONTRIBUTO PER LA *NUDGE REGULATION* *

(*Information asymmetry in the securities market and big data: what contribution for nudge regulation*)

ABSTRACT: *Mitigating information asymmetry has always been one of the principal problems faced by regulator in the topic of finance brokering, an area where information is complex and difficult to obtain. The solutions proposed consisted mainly in provision of specific duties of disclosure, diligence and fairness in portfolio management services.*

The providions of investment services increasingly complex and influenced by financial engineering development is believed to have widened the existing gap between the well-informed market agents (so-called arbitrageurs, including experienced investors, intermediaries and issuers) and "not so well-informed" market agents (so-called noise traders, such as savers), despite the efforts of the regulator.

In this context, the efficient capital market theory seemed no longer appropriate.

Recently, the (re) discovery of the cognitive sciences and their application to economic regulation enabled to highlight the irrational choices and errors committed by investors and acquire interesting information on the reaction of the investors to the rules.

Studies in the field of behavioral finance have allowed to reveal some "typical" cognitive errors, such as overconfidence, loss aversion or cognitive dissonance.

The use of these studies for regulatory purposes may be an important boost to reduce the effects of information asymmetry in the securities brokerage industry.

But studying the behavior of economic agents in order to identify errors for regula-

*Contributo approvato dai revisori.

tory purposes can be a complex and expensive activity, and big data (systems that collect, process, classify, organize and make available data and high quality informations) might be an important resource to help regulator to select the relevant information for the design and implementation of regulatory policies that take into account the cognitive sciences.

The paper, therefore, proposes to verify the ability of the phenomenon of big data to be an aid for regulator in the field of financial and, to this end, will be structured in:

a) identification of the typical cognitive errors in the financial sector;

b) identification of big data commonly held by traders in that sector;

c) verify the usableness of the big data for regulatory purposes in order to reduce the information asymmetry due to cognitive errors in the financial sector.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. L'asimmetria informativa nel mercato finanziario. - 3. I *bias* e le euristiche tipici del settore finanziario. - 3.1. Gli errori cognitivi. - 3.2. Gli errori di preferenze e di processo. - 3.3. Le teorie descrittive. Dalla *prospect theory* al modello "motivazionista". - 4. La regolazione per mitigare l'asimmetria informativa: strumenti tradizionali, *nudge* ed *empowerment*. - 5. Il ruolo dei *big data*. - 6. Ripensare la *nudge* attraverso l'uso dei *big Data*: *Nudge, nudge, think bigger*. - 7. Conclusioni.

1. L'asimmetria informativa è considerata uno dei principali problemi (*rectius*, fallimenti di mercato) capace di pregiudicare il buon funzionamento del mercato finanziario.

Già Akerlof (1970)[1] evidenziava l'esigenza di un intervento regolatorio in grado di ridurre il *gap* informativo esistente tra "venditore" e "compratore", al fine di riequilibrare la posizione di quest'ultimo; tanto non a meri fini paternali-

[1]Cfr. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Aug. 1970, pp. 488 – 500.

stici, quanto per scongiurare il rischio di un fallimento di mercato che simile squilibrio poteva provocare.

Oggi, però, l'avvento del fenomeno dei *big data* impone nuove riflessioni.

Mentre nel "*mercato dei limoni*" di Akerlof il venditore aveva il vantaggio, rispetto al compratore, di esser *più* informato sulle qualità dell'autovettura di seconda mano che stava vendendo, oggi, lo stesso venditore, calato nella realtà virtuale del *world "wild" web*, ha la possibilità di conoscere in anticipo le preferenze del compratore ed adattare la strategia di vendita rispetto ai "gusti" del compratore. Un doppio vantaggio informativo, dunque.

E così, uno dei più noti siti di autovetture usate *online* fornisce indicazioni, con i suggerimenti applicati a margine delle annoiate ricerche effettuate sul *social network* di turno oppure sui motori di ricerca, quali sono (o sono state) le nostre "preferenze" e invita l'utente a verificare se gli annunci nuovamente apparsi possano ancora soddisfarle. Negli ultimi anni, le società venditrici hanno imparato a conoscere meglio i consumatori ed a prevederne le condotte economiche.

David Halpern, CEO del BIT (*Behavioural Insights Team*, conosciuto come *Nudge Unit*[2]), ha evidenziato come «*your phone company (...) has much better idea of what features you will use on your new mobile phone than you do*»[3].

Questo aggrava il problema dell'asimmetria informativa, soprattutto nei mercati, come quello finanziario, per i quali, la tecnicità dei beni e servizi compravenduti imporrebbe un bagaglio conoscitivo altrettanto tecnico ed approfondito della struttura del mercato, della natura dello strumento finanziario, dell'emittente di riferimento, del rendimento dello stesso e dell'economia nel suo complesso.

[2]Una "*social purpose company*" semi-privata e parzialmente di proprietà del governo britannico.
[3]Cfr. HALPERN, *Inside the Nudge Unit*, WH Allen, 2015, p. 156, il quale evidenzia, altresì, che «*this puts you at big disadvantage when choosing between the millions of alternative phone network tariff options available when it comes to renewal*».

L'impiego dei *big data* da parte del regolatore può servire per leggere e meglio comprendere i risultati degli studi di finanza comportamentale e, conseguenzialmente, aspirare a ridurre l'asimmetria informativa nel settore della intermediazione mobiliare.

Occorre, dunque, prendere atto del superamento del modello della *efficient capital market hypotesis* ed affrontare i temi che emergono degli studi di *behavioural finance* e *nudge regulation*, lì dove si suggerisce l'applicazione anche di piccole modifiche comportamentali ovvero regolatorie per ottenere importanti risultati pratici[4].

2. In un mercato *efficiente* i prezzi delle attività finanziarie riflettono tutte le informazioni disponibili pubblicamente[5]. Nel mercato efficiente, le asimmetrie informative non esistono o sono ininfluenti per la determinazione del prezzo. Le notizie pertinenti ai singoli titoli sono disponibili a tutti gli investitori (e, più in generale, a tutti gli attori del mercato) e le informazioni rilevanti sono, pertanto, scontate dai prezzi correnti.

In tale mercato, la corretta valutazione delle attività finanziarie è individuata nel valore attuale, scontato del flusso dei profitti futuri attesi secondo le informazioni disponibili, di modo che il prezzo di mercato di ciascuna attività eguagli detto valore.

Quando si discorre, dunque, di efficienza nel mercato dei capitali, si considerano i prezzi delle attività ed i loro rendimenti come il risultato dell'operare della legge della domanda e dell'offerta, in un mercato competitivo e composto da

[4]Cfr. THALER, SUNSTEIN, *Nudge: Improving decisions about Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, New Haven, CT, 2008, *passim*, trad. it. A. Olivieri, Milano, Feltrinelli, 2014; BALDWIN, CAVE, LODGE, *Understanding Regulation*, Oxford University Press, 2012, p. 118 i quali ricollegano gli studi di Thaler e Sunstein alla teoria della razionalità limitata di Herbert Alexander Simon. Cfr. SIMON, *Administrative behavior, a study of decision-making processes in administrative organization*, New York, Macmillan Co., 1947.

[5]Cfr. MARKOWITZ, *The utility of wealth*, in *Journal of Political Economy*, 1952, 60, pp. 151-158; FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1969, p. 383.

individui razionali[6] che ottengono rapidamente le informazioni rilevanti per l'individuazione dei prezzi delle attività finanziarie ed elaborano dette informazioni in maniera coerente rispetto alle proprie preferenze. Nel caso in cui le informazioni (sia passate che future) siano immediatamente disponibili, queste verranno incorporate nel prezzo dell'attività finanziaria considerata. In tal caso, si parla di efficienza informativa del mercato.

Tale approccio, basandosi sulla *efficient capital market hypothesis* (nel prosieguo, *ECMH*[7]), dimostrerebbe che i prezzi sono in grado di riflettere immediatamente le informazioni pubblicamente presenti sul mercato in un determinato momento[8]. Ovviamente, detta situazione va distinta da quella di efficienza informativa ricorrente al verificarsi delle condizioni di un mercato perfettamente concorrenziale, ossia quando le informazioni sono immediatamente disponibili per tutti gli attori del mercato senza costi: secondo la *ECMH*, anche se tali caratteristi-

[6]Assumendo, ovviamente, la razionalità quale dato relativo, in questa sede si vuole fare riferimento all'individuo razionale che sceglie, in maniera coerente con le proprie preferenze, il prodotto ovvero il servizio tra quel paniere di prodotti e servizi preferiti ed appartenente al proprio vincolo di bilancio. Sul punto, VARIAN, *Microeconomia*, Venezia, Cafoscarina, 2009, p. 68.

[7]Anche detta, *Theory of Random Walks*. Cfr. JENSEN, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, N. 2/3, 1978, p. 95, secondo il quale «*there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis*». Questi spiega la *ECMH* in tal modo: «*A market is efficient with respect to information set Øt if it is impossible to make economic profits* (*i.e.* risk adjusted returns net of all costs) *by trading on the basis of information set Øt*». In tal senso anche, FAMA, *op. cit.*, p. 383; SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2011, pp. 65 – 67.

[8]Per semplicità, si è riportata unicamente la c.d. *Semi-Strong Form* della *ECMH*, secondo cui le "*informazioni presenti sul mercato*" sono tutte le informazioni pubbliche conosciute dagli attori del mercato in un determinato momento storico (t). L'ipotesi conosce, quanto meno, due ulteriori semplificazioni che intendono tali informazioni, la prima, come quelle contenute nella storia passata dei prezzi in un determinato momento storico (*i.e. Weak Form*) e, la seconda, come quelle detenute da tutti gli attori del mercato in un determinato momento storico ed a prescindere se trattasi di informazioni pubbliche o private (*i.e.* Strong Form). Sul punto, cfr. FAMA, *op. cit.*, p. 389; JENSEN, *op. cit.*, pp. 97 – 98, secondo il quale «*the Semi-strong Form of the Efficient Market Hypothesis, represents the accepted paradigm and is what is generally meant by unqualified references in the literature to the 'Efficient Market Hypothesis'*». Recentemente, sul rapporto *ECMH* e finanza comportamentale PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediary finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. Capriglione, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, Cedam, 2016, p. 580; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, Cedam, 2002, *passim*.

che non si verificano in concreto, il mercato si comporta come se siano[9]. L'*ECMH* è accolta da parte della dottrina italiana[10] che ne ha affinato i confini evidenziando il carattere relativo e dinamico del concetto di efficienza, dipendente dalla tipologia di informazione disponibile (nonché dal costo di raccolta, elaborazione e verifica della stessa) e dalle caratteristiche degli investitori interessati.

I (relativamente) recenti studi di finanza comportamentale applicati all'economia ed alla regolazione[11], contestando l'ipotesi di una capacità d'agire dell'investitore sostanzialmente assiomatica[12], minano alle fondamenta la stabilità della *ECMH*. In questo contesto, vengono evidenziati quei fattori capaci di influenzare il prezzo senza avere alcun legame con le aspettative razionali degli investitori (istituzionali e no) su un determinato strumento finanziario[13].

La critica che la *behavioural finance* muove al modello di economia neoclassica poggia sulla incapacità di quest'ultima di tenere conto degli errori di ragionamento e di preferenza, conseguenza della socialità dell'*homo oeconomicus*[14]

---

[9] Cfr. GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, May, 1984, p. 552, secondo i quali «*what makes the ECMH non-trivial, of course, is its prediction that, even though information is not immediately and costlessly available to all participants, the market will act as if it were*».

[10]Cfr. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffré, 2003, pp. 8 – 10, il quale, si rifà, nella sostanza, allo studio di Gilson, Kraakman, 1984.

[11]Il padre della finanza comportamentale è Richard Thaler. Si veda, MULLAINATHAN, THALER, *Behavioural Economics*, *Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics*, Working Paper Series, 2000, *passim*; BARBERIS, THALER, *A Survey of Behavioural Finance*, consultabile su www.ssrn.com, 2002, *passim*.

[12]Utilizza detta significativa espressione, ARNAUDO, *Diritto cognitivo, prolegomeni a una ricerca*, in *Politica del diritto*, 1, 2010, p. 109.

[13]Tra gli economisti questi fattori vengono chiamati *noise* (*i.e.* rumore). Si veda, sul punto, SHLEIFER, SUMMERS, *The Noise Trader Approach to Finance*, *Journal of Economic Perspectiues*, Vol. 4, N. 2, Spring 1990, *passim*, il cui approccio si fonda su due assunzioni di base, ossia la circostanza che alcuni investitori non siano pienamente razionali e la loro propensione al rischio dipenda dalle loro personali opinioni o dai loro sentimenti che, spesso, non sono basati su fatti e conoscenze veritiere ovvero giustificate, nonché sulla circostanza che l'arbitraggio, ossia la negoziazione realizzata dagli investitori perfettamente razionali non soggetti a detti sentimenti, sia fortemente rischioso e come tale limitato.

[14]Cfr. JOLLS, SUNSTEIN, THALER, *A Behavioural Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review*, *May* 1998, pp. 1476 ss.; KOROBKIN, ULEN, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 2000, pp. 1127 ss.; ARNAUDO, *op. cit.*, p. 109, nota 15. THALER, SUNSTEIN, *op. cit.*, pp. 12 – 13,

il quale si muove in un sistema di interazioni che importano un qualche discostamento dalla condotta "autarchica" della *ECMH*.

L'approccio comportamentale è sostanzialmente descrittivo della condotta economica dell'individuo e ne evidenzia gli scostamenti dal paradigma della razionalità.

Dette deviazioni sono identificate con le *euristiche*, regole di base che consentono di semplificare il processo decisionale quando si è dinanzi a problemi complessi ovvero ad informazioni incomplete, e con i *bias*, pregiudizi capaci di influenzare le scelte individuali sia sotto il profilo emotivo che percettivo[15].

La finanza comportamentale, così come descritta da Barberis e Thaler[16], si fonda essenzialmente su due pilastri: l'obiettivo di arginare il rischio di arbitraggio e la consapevolezza della esistenza di un determinato grado di irrazionalità nell'agire della gran parte degli attori del mercato.

Questi si dividerebbero tra gli *arbitrageurs*, ossia i soggetti con un bagaglio conoscitivo maggiore e capaci di effettuare scelte razionali[17], ed i *noise traders*[18], più sensibili al "rumore" delle opinioni irrazionali. I primi orienterebbero l'equilibrio verso un arbitraggio perfetto, mentre i secondi tenderebbero a sbilanciare detto equilibrio accostando alle scelte razionali quelle non giustificate da alcuna razionale informazione[19].

---

secondo i quali «*se leggete un manuale di economia, scoprirete che l'*homo oeconomicus *ha le facoltà intellettuali di Albert Einstein, una capacità di memoria paragonabile a quella del Big Blue, il supercomputer della IBM, e una forza di volontà degna di Gandhi. (...) Le persone (...) non appartengono alla specie dell'*homo oeconomicus*, ma a quella dell'*homo sapiens». Si veda anche VELLA, *La finanza è bella: regola per viverla meglio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 215, il quale parla di "archiviazione" dell'*homo oeconomicus*.

[15]Cfr. MORERA, MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole… ma soprattutto persone*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 21.

[16]Cfr. BARBERIS, THALER, *A Survey of Behavioural Finance*, cit.

[17]Tipicamente, gli emittenti, gli investitori professionali, gli intermediari, etc.

[18]L'espressione viene utilizzata da BLACK, *Noise*, in *The Journal of Finance*, Vol. XLI, N. 3, July 1986, pp. 530 ss., in particolare p. 531.

[19]Rientrano nella nozione di *noise*, oltre che le fluttuazioni derivanti dalle scelte impulsive degli investitori, anche le false informazioni fornite da *brokers* ed analisti finanziari, nonché i giudizi effettuati dalle agenzie di rating ove questi si fondino, a loro volta, su informazioni altrettanto

Nel mercato finanziario, il divario che si crea in ragione dei "rumori irrazionali" tra l'informazione detenuta dall'emittente (ossia dagli *arbitrageurs*) e quella disponibile sul mercato per i *noise traders* non consente un immediato assorbimento di tali informazioni nel prezzo dell'attività, comportando la deviazione dell'equilibrio da quello "ottimale"; in questo senso, si afferma che gli emittenti e le società di intermediazione (quali principali *arbitrageurs*) dispongono di un *vantaggio informativo* rispetto agli altri investitori[20] consistente nella esclusiva consapevolezza del proprio profilo di rischio.

Il richiamato dato empirico è, evidentemente, di notevole rilevanza. Tenuto conto che il valore del tasso di interesse delle attività finanziarie è – o dovrebbe essere – in rapporto di diretta proporzionalità con il profilo di rischio dell'emittente, questi è interessato a simulare un profilo di rischio basso proprio per negoziare l'attività ad un tasso di interesse proporzionalmente inferiore.

Il *noise trader*, invece, ha l'interesse opposto a vedersi riconosciuto un rendimento per l'investimento in attività finanziarie che sia più alto (ovvero quanto meno pari) rispetto al profilo di rischio effettivo dell'emittente.

Il *vantaggio informativo* di cui s'è detto, però, non consente all'investitore di raggiungere il proprio obiettivo, mentre consente all'emittente di negoziare a proprio vantaggio attività finanziarie spesso sottostimate le cui informazioni rilevanti sono non facilmente accessibili al mercato.

L'asimmetria informativa che ne discende, esponendo il mercato a disfunzioni quali l'*adverse selection*[21] ed il *moral hazard*[22], ne riduce i margini di effi-

---

inveridiche ovvero su informazioni elaborate sulla base di modelli di valutazione incoerenti e fallaci.

[20]Cfr., in termini simili, SARTORI, *op. cit.*, pp. 35 – 37, secondo il quale i principi di professionalità e buona fede oggettiva sarebbero gli strumenti messi in campo dal legislatore civilista per ridurre i costi di agenzia e la prevalenza dell'interesse della parte informata sull'altra controparte.

[21]La selezione avversa si verifica, di solito, prima dell'instaurazione del rapporto tra emittente ed investitore e consiste, nel mercato delle attività finanziarie, nella estromissione dal mercato stesso, nel breve periodo, di quegli emittenti con un basso profilo di rischio. Ne deriva che, sempre nel breve periodo, sul mercato restano solo gli emittenti con un'alta probabilità di insolvenza, poiché

cienza e sollecitano meccanismi speculativi che, nel lungo periodo, possono tradursi in eventi economico-finanziari traumatici.

3. Le scelte realizzate in condizione di incertezza, tipiche dell'attività di intermediazione mobiliare, dipendono dalla valutazione percentuale che determinati eventi si verifichino, nonché dal consequenziale confronto tra gli esiti attesi e dall'isolamento dell'ipotesi ritenuta più favorevole tra quelle valutate.

Come evidenziato, lo schema della *EMCH* postula che, nell'assumere dette decisioni, gli individui si comportino come se tutte le informazioni rilevanti siano accessibili, acquisibili e facilmente elaborabili, secondo il paradigma della razionalità delle percezioni. Nondimeno, si ritiene che le preferenze dell'individuo risultano essere preesistenti, coerenti e stabili, secondo il paradigma della razionalità delle preferenze. Da ultimo, si assume che il processo cognitivo dell'individuo consente una piena massimizzazione delle preferenze, secondo il paradigma della razionalità del processo.

A fronte di detto approccio, la finanza comportamentale, valorizzando il sistematico discostamento dal paradigma tradizionale delle scelte individuali, si concentra sull'analisi degli errori cognitivi tipici di questo settore, nonché sulle violazioni delle ipotesi di razionalità sopra indicate emergenti da analisi empiriche.

per gli altri il tasso di interesse è troppo alto ed essi tendono a cercare canali alternativi di credito. Nel lungo periodo, di contro, si verifica un deterioramento dello *standard* qualitativo del mercato con una riduzione del volume degli scambi ed un aumento del tasso di interesse.

[22]Il *moral hazard* avviene a rapporto contrattuale concluso e riguarda la circostanza che l'emittente possa comportarsi in maniera differente da quanto pattuito «*sfruttando in maniera opportunistica l'asimmetria informativa*», soprattutto in un mercato, come quello delle attività finanziarie, in cui il merito creditizio dell'emittente non è facilmente monitorabile da parte dell'investitore.

3.1. Gli studi di finanza comportamentale hanno tipizzato, con il doveroso beneficio di integrazione e modificazione insito in qualsivoglia approccio induttivo, gli errori cognitivi più frequenti in detto settore[23].

Le analisi empiriche effettuate evidenziano come la raccolta delle informazioni ritenute rilevanti viene influenzata dalla euristica della disponibilità, mentre l'elaborazione delle stesse dalla euristica della rappresentatività.

Secondo la prima, gli individui, nel raccogliere le informazioni rilevanti, sono influenzati dall'*easy of recall bias*, ossia dalla tendenza a valorizzare le informazioni più familiari e notorie più facilmente richiamate alla mente[24].

Tipici esempi sono la tendenza ad indirizzare gli investimenti in titoli emessi o negoziati da emittenti noti e la tendenza a valutare le probabilità su correlazioni generate da ricordi disponibili ma tra loro assolutamente indipendenti (correlazione indotta)[25].

Rientra nell'ambito della euristica della rappresentatività, invece, la tendenza ad ignorare le frequenze oggettive ovvero l'inclinazione naturale ad ignorare la dimensione del campione ed attribuire erroneamente anche ai piccoli campioni le proprietà statistiche della legge dei grandi numeri (c.d. *gambler fallacy*)[26].

---

[23]Si vedano, per tutti, i contributi di ROSSANO, *Le «tecniche cognitive» nei contratti di intermediazione finanziaria*, Napoli, ESI, 2011, *passim*; MORERA, MARCHISIO, *op. cit.*, pp. 27 ss.; LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori* retail, in *Quaderni di Finanza*, CONSOB, 2010, *passim*.

[24]In generale, sotto il profilo della euristica della disponibilità, gli individui tendono a giudicare gli eventi facili da ricordare, poiché magari connessi ad eventi maggiormente vividi e recenti o meglio ancora vissuti personalmente, più numerosi di quelli di pari frequenza, ma maggiormente difficili da ricordare.

[25]Esemplificativa di detto fenomeno è l'associazione di un evento *default* con un diverso evento di crisi di altro intermediario, magari accaduto per motivi e circostanze totalmente diversi.

[26]Ciò avviene spesso nei c.d. giochi di azzardo, lì dove gli individui ritengono che un evento casuale abbia più probabilità di verificarsi per il sol fatto che non si sia verificato da tempo (vedasi quello che avviene con i numeri ritardatari nel noto "gioco del Lotto"). Cfr. KAHNEMANN, TVERSKY, *On the study of statistical intuitions*, in *Cognition*, 1982, pp. 123 ss.; LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori* retail, in *Quaderni di Finanza*, CONSOB, 2010, p. 6; MORERA, MARCHISIO, *op. cit.*, p. 27. Sull'applicazione della *gambler fallacy* al gioco della lotteria, cfr. CLOTFELTER, COOK, *The "Gambler's Fallacy" in Lottery Play*, in NBER Working Paper, No. W3769, *passim*.
Per una "razionalità" della *gambler's fallacy*, si veda NYMAN, *Is the Gambler's Fallacy really a Fallacy?*, disponibile su www.ssrn.com.

Attiene all'euristica della rappresentazione, altresì, la c.d. *conjuction fallacy*, nota anche come paradosso di Linda. Trattasi della tendenza a sovrastimare la probabilità del verificarsi di due eventi congiunti e sottostimare quella di due eventi disgiunti. Errore, inoltre, molto diffuso è la c.d. *overconfidence* consistente nella sovrastima delle proprie capacità previsionali ed in una tendenza a sistematicamente prevedere eventi a proprio vantaggio[27].

Da ultimo, nell'ambito degli errori cognitivi della rappresentazione, vi è il c.d. ancoraggio (*anchoring bias*), ossia la tendenza ad *ancorare* la scelta di negoziazione avendo quale punto di riferimento il prezzo di acquisto del titolo o il suo percorso storico dello stesso ovvero ancora un peculiare evento riconosciuto come tale in ragione di altro *bias*[28]. Alla base dell'effetto ancoraggio, in ambito finanziario, vi sono due elementi empirici fondamentali: una eccessiva influenza del valore attuale del titolo sulla scelta e un *cluster* di previsioni limitato alle (poche) informazioni detenute rispetto a tutte quelle che sarebbero rilevanti ai fini di una scelta razionale[29].

[27]Tipico effetto di detto *bias* è la eccessiva – sia in senso positivo sia negativo – reazione a nuove informazioni. Cfr. RICCIARDI, SIMON, *What is Behavioural Finance*, in *Business, Education and Technology Journal*, *Fall* 2000, p. 3; SKATA, *Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review*, in *Bank i Kredyt*, No. 4, 2008, pp. 33 – 50; LINCIANO, *op. cit.*, p. 6; MORERA, MARCHISIO, *op. cit.*, pp. 28 – 29.

[28]Questa tendenza ad *ancorare* le scelte future su un'informazione passata e non più attuale non è coerente con la teoria economica tradizionale secondo cui, come abbiamo visto, ogni scelta deve essere ancorata al criterio dell'utilità attesa in una situazione di incertezza. Cfr. MORERA, MARCHISIO, *op. cit.*, p. 30.

[29]Cfr. MEUB, PROEGER, BIZER, *Anchoring: a valid explanation for biased forecasts when rational predictions are easily accessible and well incentivized?*, Discussion Papers, Center for European Governance and Economic Development Research, No. 166, July 2013, *passim*; MEUB, PROEGER, *Can anchoring explain biased forecasts? Experimental evidence*, Discussion Papers, Center for European Governance and Economic Development Research, No. 166, July 2015, *passim*., i quali, nel cercare di segmentare l'effetto ancoraggio, ne avrebbero confermato gli effetti anche in situazioni di peculiare complessità, pressione psicologica, incentivazioni economiche e introduzione di specifici *feedback*. Detti studi avrebbero dimostrato che una maggiore complessità del problema incerto riguardo al quale occorre effettuare una scelta oppure l'aumento del rischio conseguente alla scelta da prendere, conducono ad una implementazione dell'effetto ancoraggio. Inoltre, l'*anchoring effect* viene confermato anche quando vengono forniti *feedback* che rivelano all'agente la correttezza – ovvero la fallacità – della scelta presa in precedenza.

L'ancoraggio può essere, altresì, casuale ed indiretto, tale cioè da prescindere da qualsivoglia collegamento con il problema posto in attenzione[30].

In generale, l'euristica dell'ancoraggio risulta essere influenzata dalla tendenza dei soggetti a verificare e confermare le ipotesi iniziali; l'attività razionale svolta è direttamente proporzionale al rischio di giungere ad un risultato simile a quello da cui si è partiti (aggiustamento insufficiente).

Agli errori analizzati sinora, responsabili di distorsioni delle previsioni relative alle probabilità di un determinato evento, si aggiungono quelli che incidono sulla valutazione *ex post* delle conseguenze di una determinata decisione.

In questo contesto viene in rilievo il *confirmation bias*, ossia la propensione degli individui a sopravvalutare il peso dell'evidenza che conferma la bontà delle proprie scelte, sottovalutando, di contro, l'importanza delle informazioni che condurrebbero a conclusioni opposte; il c.d. *hindsight bias* (senno di poi) corrispondente all'analisi retrospettiva degli eventi che conduce ad individuare una conferma in eventi che si verificano perché scontati o di facile prevedibilità; l'effetto dotazione (*endowment effect*), consistente nella differenza tra il valore attribuito ad un bene nel caso in cui lo si possiede e nella sua sottostima in occasione dell'acquisto.

Ad incidere sulle scelte di investimento, vi sono anche fattori emotivi.

Tra questi, vi è la sensazione del rimpianto (*regret*) che può condurre all'immobilismo spinto dalla esigenza di evitare il dispiacere di dover successivamente recriminare sulle conseguenze di una scelta sbagliata. Tanto anche perché l'eventuale rammarico per una scelta poi rivelatasi sbagliata parrebbe esser maggiore di quello generato dal verificarsi dell'evento positivo non raggiunto in ra-

[30]Ed in particolare, gli studi in tema di *anchoring bias* hanno dimostrato come l'informazione causale possa esser presa quale punto di riferimento anche allorquando la causalità sia nota al soggetto che effettua la scelta, quando detta informazione è addirittura non plausibile e, in talune circostanze, vi è una tendenza ad auto-generare dette informazioni alle quali *ancorarsi*.

gione dell'immobilismo (anche in tal caso, un valore importante è attribuito allo schema di avversione alle perdite)[31].

Sempre connesso al *regret bias* è l'*attribution bias*, consistente nella ricerca di una causa esterna cui imputare la responsabilità di proprie scelte sbagliate. Proprio questa tendenza spiega l'*herd instict* (effetto gregario o euristica del gruppo), ossia la tendenza a seguire le scelte prese dalla maggioranza, di modo da precostituirsi un alibi in caso di fallimento.

La scelta di investimento può esser influenzata, altresì, dal *mental accounting*, ossia l'attitudine ad assumere scelte economiche sulla base di una arbitraria suddivisione del danaro a disposizione in differenti poste economiche mentali, in contraddizione con il principio di fungibilità del danaro[32]. Spesso si utilizza il danaro tenendo conto della sua provenienza, sicché la propensione al consumo risulterà maggiore per somme ottenute in modo casuale (si pensi ad una vincita) che per quelle derivanti dalla remunerazione del proprio lavoro[33]. Proprio la teoria della contabilità mentale consente di fornire una chiave di lettura significativa

[31]A detto fenomeno è ricollegato, altresì, la c.d. dissonanza cognitiva consistente nel conflitto mentale degli individui posti dinanzi alla convinzione che una propria determinata convinzione sia errata. Proprio per evitare detta sensazione emotiva, gli individui tendono a non impegnarsi nella ricerca di nuove informazioni che possano smentire la propria convinzione oppure a realizzare argomentazioni irrazionali e contorte pur di confermare le proprie opinioni.

[32]La fungibilità importa che le risorse monetarie sono sostituibili a prescindere dalla fonte da cui provengono o dall'impiego cui sono destinate.

[33]Detti conti mentali sono soggetti a delle vere e proprie chiusure di esercizi anch'esse abbastanza arbitrarie (ad esempio, settimana, mese, etc.) ed un saldo positivo rappresenta, solitamente, un incentivo al rischio nelle scelte di investimento aventi ad oggetto proprio quel saldo positivo (c.d. *house money effect*). Di contro, la chiusura in perdita del conto potrebbe condurre ad una più marcata avversione al rischio ovvero, in caso di perdite pregresse significative, possono incentivare l'assunzione di ulteriori rischi per recuperare interamente e ripristinare la ricchezza iniziale (c.d. *break even effect*).
In particolare, le categorie di conti mentali cui gli individui farebbero riferimento sarebbero tre: i "conti di consumo", cui sono attribuite le spese; "di reddito", cui sono ricondotti ricavi ed entrate e "di ricchezza", cui sono attribuite le diverse forme di ricchezza detenute. Con riferimento ai primi, peculiare è la contabilizzazione delle spese spesso soggetta ad errori di rilevazione, soprattutto nel caso di consumi ripetuti ovvero che arrecano piacere (si parla, al proposito, di *hedonic framing*). Con riferimento, di poi, al conto di ricchezza, si è osservato che la liquidità sui conti correnti tende ad essere spesa con relativa facilità, mentre è più improbabile che il consumo venga finanziato con lo smobilizzo di patrimonio immobiliare ovvero intaccando la ricchezza futura.

dell'approccio *piramidale* con cui gli investitori sembrano costruire il proprio portafoglio[34].

3.2. Si è già accennato alla circostanza che secondo la teoria tradizionale gli individui siano in grado di optare, tra tutte quelle disponibili, per la scelta capace di massimizzare il benessere avendo preferenze predefinite ed indipendenti da variabili esogene. Dette preferenze determinano l'atteggiamento dell'individuo nei confronti del rischio – avversione, neutralità ovvero propensione – e sono definite rispetto alla ricchezza finale e non già ad eventuali variazioni della stessa.

Le analisi empiriche effettuate dagli studi di finanza comportamentale hanno individuato diverse violazioni delle ipotesi di razionalità delle preferenze e del conseguente processo di scelta delle stesse.

In particolare, dette violazioni sono l'effetto certezza, l'effetto riflesso e l'effetto inquadramento. Il primo si basa sulle analisi empiriche che avrebbero dimostrato come la riduzione di un fattore dato della probabilità di un esito produca un impatto psicologico maggiore ove l'esito è inizialmente certo rispetto al caso in cui, di contro, l'esito è inizialmente solo probabile. In altre parole, il passaggio da una probabilità del 100% al 90% sarebbe più significativo rispetto al passaggio dal 40% al 30%[35]. L'effetto certezza, dunque, introduce un fattore distorsivo nel processo decisionale incidendo sulla stima di probabilità note.

---

[34] Detto approccio, spesso consigliato dagli stessi consulenti finanziari, prevede che alla base della piramide vi siano gli investimenti "sicuri", ossia quelli che soddisfano i bisogni di certezza e solidità economica, normalmente costituiti da depositi bancari ovvero titoli a breve termine. Seguono poi gli strati corrispondenti ad aspirazioni di maggiore remunerazione e, consequenzialmente, contenenti titoli maggiormente rischiosi, fino a giungere al vertice della piramide ove sono collocati gli investimenti più rischiosi in assoluto.
Altri studi hanno dimostrato come i lavoratori tendano ad allocare i propri fondi pensione in maniera più variegata tra azioni, obbligazioni ed investimenti immobiliari quando questi sono separati in categorie piuttosto che quando le stesse sono indicate in una lista unica. Cfr., in tal senso, JOHNSON, SHU, DELLAERT, FOX, *Beyond nudges: Tools of a choice architecture*, in *Marketing Letters*, Vol. 23, 2012, p. 494.

[35] Cfr. LINCIANO, *op. cit.*, pp. 13 ss., la quale evidenzia, altresì, che proprio detto effetto indurrebbe gli individui a ritenere certi eventi che, in realtà, sarebbero solo eventuali ed a sottostimare – se non addirittura ignorare – eventi ritenuti improbabili. Correlativamente, detti

L'effetto riflesso, invece, attiene alla tendenza a preferire una perdita probabile ad una perdita certa anche nel caso in cui la prima è di valore atteso superiore. Quando, dunque, gli investitori si misurano con il rischio di perdere, sembrano avere un atteggiamento di propensione e non già di avversione, come si è visto con l'effetto certezza.

Rispetto, dunque, al modello tradizionale, le scelte in condizioni di incertezza subiscono una significativa variazione derivante dalla circostanza che l'atteggiamento dell'individuo nei confronti del rischio non risulta essere costante, variando a seconda che questi si confronti con un guadagno ovvero con una perdita[36].

Da ultimo, l'ipotesi di razionalità delle preferenze e del processo decisionale trova un ulteriore limite nel *framing effect* (effetto contesto), secondo cui la decisione verrebbe assunta a seconda di come *prospettata*[37].

---

individui tendono a sovrastimare degli eventi remoti (come accade allorquando si acquista il biglietto della lotteria ovvero si stipula una polizza assicurativa).

[36]Detto fenomeno è stato oggetto di osservazione, per la prima volta, da parte di Kahneman e Tversky, tra il 1979 e il 1981. Al tempo, i due ricercatori proposero dei questionari agli studenti della Standford University e della University of British Columbia, nei quali prospettavano un determinato scenario di rischio con due soluzioni possibili le quali erano foriere di differenti conseguenze. In particolare, dinanzi all'evento "*rischio di coinvolgimento degli Stati Uniti in una epidemia asiatica*" ed alle soluzioni "*programma A, salva 200 vite*", "*programma B, 1/3 di probabilità tutti verranno salvati e 2/3 che tutti muoiano*", gli studenti hanno scelto, per la gran pare, l'opzione A. Mentre, altri studenti, dinanzi al medesimo problema, ma alle seguenti soluzioni, "*programma C, muoiono 400 persone*", "*programma D, 1/3 di probabilità che nessuno muoia e 2/3 di probabilità che tutti sopravvivano*", la scelta si è attestata sul programma D. Ciò dimostrerebbe che le scelte presentate con la possibilità di un guadagno sono *risk adverse*, mentre quelle presentate con il rischio di una perdita, sono *risk taking*. Il risultato fu che le scelte che conducevano al raggiungimento di guadagni erano spesso caratterizzate da un atteggiamento di avversione al rischio (certo per l'incerto), mentre le scelte che conducevano a delle perdite erano spesso caratterizzate da un atteggiamento di propensione al rischio (incerto per il certo). Cfr. KAHNEMAN, TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 47 (2), *March* 1979, pp. 263 – 291; TVERSKY, KAHNEMAN, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, in *Science*, *New Series*, Vol. 211, No. 4481, *Jan. 30*, 1981, pp. 453 – 458.

[37]Detto effetto induce a scomporre i termini del problema nelle componenti elementari concentrandosi su quelle ritenute rilevanti (c.d. isolamento).

Un esempio di effetto contesto è il c.d. effetto S&P500. La notizia della mera inclusione di un titolo nell'indice S&P500 determina, di per sé, un incremento del suo valore mediamente superiore al 3%. Detto aumento di valore non avrebbe alcun fondamento razionale posto che la notizia dell'inclusione di un titolo in determinato indice ovvero paniere rappresenta circostanza in sé e per

3.3. L'analisi e lo studio di errori cognitivi ed errori di preferenze e processo, ha condotto gli studiosi di finanza comportamentale e, più in generale, di *nudge regulation* ad elaborare dei modelli coerenti con le scelte individuali osservate.

Nel 1979, Kahneman e Tversky elaboravano la *prospect theory*, poi approfondita nel 1981.

Detta teoria, valorizzando gli effetti certezza, riflesso e contesto, evidenzia come le modalità di presentazione delle scelte e dei possibili eventi a verificarsi incidano sulla decisione assunta.

La valorizzazione della modalità attraverso cui vengono prospettate le ipotesi possibili dinanzi ad un evento di rischio è contraria al modello dell'utilità attesa, secondo cui, in una situazione di incertezza, l'agente sceglierà calcolando la media ponderata delle utilità in ogni stato possibile, utilizzando come pesi le probabilità del verificarsi dei singoli stati, così come stimate dall'agente stesso (applicando la nota funzione di utilità *von Neumann-Morgenstern*[38]).

Nella *prospect theory*, dunque, la funzione di valore atteso sarà illustrata a forma di "S", concava sopra il punto di intersezione e convessa al di sotto dello stesso (cfr. figura accanto). Ciò significa che piccole variazioni vicine al punto di intersezione hanno un impatto maggiore sulla scelta rispetto a grosse variazioni lontane da detto punto[39].

---

sé priva di informazioni rilevanti sul valore del titolo e dell'emittente. Cfr. HARRIS, GUREL, *Price and volume effects associated with changes in the S&P 500: New evidence for existence of price pressure*, in *Journal of Finance*, 1986, pp. 815 ss.

[38]La funzione della *expected utility* di *von Neumann – Morgestern* è la seguente: U(c1, c2, π1, π2) = π1v(c1) + π2v(c2), dove π1 è π2 sono rispettivamente le probabilità nel momento 1 e nel momento 2, mentre v(c1) e v(c2), sono le funzioni di consumo nel momento 1 e 2. Cfr. VARIAN, *op. cit.*, pp. 208 – 209.

[39]In particolare, la *prospect theory* articola le scelte in condizioni di incertezza sostanzialmente in due fasi: quella di *editing* in cui vengono in rilievo le modalità di esposizione del problema e quella di valutazione delle alternative.

Durante la prima fase viene analizzato e riformulato il problema al fine di ottenere una rappresentazione semplificata e più "amichevole"; proprio questa operazione di semplificazione

Variante della *prospect theory* è la teoria del prospetto cumulativa che considera la distribuzione, per l'appunto, cumulata delle probabilità applicando funzioni di valore differenti per guadagni e perdite. Detto modello consente di descrivere atteggiamenti nei confronti del rischio più variegati e meno standardizzati[40].

Altro modello studiato negli anni '80, di poi, è quello c.d. "motivazionista", secondo cui gli individui deciderebbero in modo da ridurre la probabilità di mancare un obiettivo personale di ricchezza, ossia sulla base di una rappresentazione degli eventi possibili che adopera riferimento alla distribuzione cumulata (anziché alla funzione di densità) di probabilità. La scelta efficiente, in tal caso, dipenderà non solo dalle aspettative sui rendimenti futuri, a loro volta già condizionati dalle avversioni alle perdite e propensioni al rischio così come sopra descritte, ma anche dai profili emozionali legati alle aspirazioni personali.

4. La finanza comportamentale valorizza la regolazione *nudge* quale strumento di intervento leggero del regolatore finalizzato ad indirizzare le scelte ritenute maggiormente opportune per l'investitore, senza mai tuttavia imporle[41].

conduce, spesso, a commettere errori cognitivi e di preferenze che incidono sulla percezione individuale delle probabilità e degli esiti correlati alle possibili alternative. In particolare, in questa fase, sono particolarmente frequenti il *framing* e l'*anchoring effect*. La seconda fase comporta, di poi, la scelta dell'alternativa a maggior valore, il cui calcolo dipende proprio dagli esiti della c.d. funzione di valore atteso, sopra raffigurata. Cfr. LINCIANO, *op. cit.*, p. 17.

[40] Mentre la *prospect theory* classica si fonda sull'assunto che gli individui siano avversi al rischio nella regione dei guadagni e propensi in quella delle perdite, la teoria del prospetto cumulativa ritiene che la tendenza degli individui ad esser avversi al rischio risieda nelle ipotesi in cui i guadagni siano molto probabili e di importo contenuto e ad esser propensi al rischio in caso di guadagni poco probabili, ma di importo elevato. Cfr. LINCIANO, *op. cit.*, p. 17.

[41] Ben noto è lo *UK framework* approvato nel 2010 in tema di *nudge regulation* riassunto con l'acronimo MINDSPACE: 1) *Messenger*, ossia il soggetto che fornisce la spiegazione; 2) *Insentives*, ossia le risposte fornite dai regolati agli incentivi che sono formati dalle prevedibili scorciatoie come l'avversione alle perdite; 3) *Norms*, ossia l'influenza da ciò che fanno gli altri; 4) *Defaults*, ossia la tendenza a dare valore ai preconcetti legati alle azioni di massa; 5) *Salience*, ossia l'attrazione per il nuovo e ciò che è rilevante per il regolato; 6) *Priming*, ossia la circostanza che le azioni siano influenzati da spunti del subconscio; 7) *Affect*, ossia la circostanza che le azioni possano essere influenzate dalle associazioni emozionali; 7) *Committmens*, la tendenza a cercare di adeguarci alle nostre promesse pubbliche e agli atti reciproci; 8) *Ego*, ossia la tendenza ad agire in modo da stare in pace con noi stessi. Sul punto, D. HALPERN, *op. cit.*, p. 49. Il programma è

L'intervento regolatorio al fine di mitigare l'asimmetria informativa diviene, dunque, quanto mai necessario e, per essere efficace, deve tener conto delle condotte irrazionali dei *non-Econ*[42].

La scelta, al più, avrà ad oggetto il modello di regolazione da applicare, se cioè un modello *command and control* che vieti certe tipologie di attività per evitare la commissione di errori[43], un modello basato sull'educazione finanziaria e quindi sull'*empowerment* dei destinatari della regolazione di modo da renderli consapevoli degli errori e delle irrazionalità e consentire loro di evitarle e, da ultimo, un modello di regolazione *nudge*, basato sulla "spinta gentile", ossia su indicazioni *soft* per indirizzare gli investitori verso la scelta che si ritiene possa essere più vantaggiosa[44].

Esempio tipico che viene normalmente speso dagli studiosi di questa ultima opzione regolatoria è la previsione di una adesione automatica alla previdenza obbligatoria *(default rule*), salvo che venga manifestata una volontà contraria (*opt-out*); meccanismo questo che consente di sfruttare la inerzia e lo *status quo bias*[45].

---

consultabile sul sito dell'*Institute for Government*: http://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/publications/MINDSPACE.pdf.

[42]Cfr. THALER, SUNSTEIN, *op. cit.*, p. 12.

[43] Ad esempio, vietare *tout court* la vendita di prodotti strutturati. Cfr. VELLA, *op. cit.*, p. 223, il quale parla di paternalismo illuministico ovvero di paternalismo degli spintoni o dei calcioni. In generale, i divieti in questo settore potrebbe avere l'effetto di penalizzare sia l'innovazione finanziaria, sia lo sviluppo del comparto dei servizi di consulenza che, sebbene possa richiedere comunque il coinvolgimento dei regolatori, ha un ruolo importante nell'orientare le scelte dei clienti nel loro effettivo interesse.

[44]Per un ventaglio di regolazioni *cognitive-based* che distingue tra *empowerment* e *nudge strategies* in relazione alle diverse reazioni che ci si possono attendere dai soggetti regolati in conseguenza dell'incidenza dei *bias* e delle euristiche, cfr. DI PORTO, RANGONE, *Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Policymakers*, in Sibony, Alemanno, *Nudging and the Law. What can EU Learn from Behavioural Sciences*, Oxford, Hart Publ., 2015, e disponibile su www.ssrn.com, p. 27.

Più in generale, sulle strategie regolatorie, si veda BALDWIN, CAVE, LODGE, *op. cit.*, pp. 117-120.

[45]Trattasi della tendenza del soggetto regolato a rimanere inerte rispetto a norme di *default*. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 15; DI PORTO, RANGONE, *Cognitive-based regulation: new challenges for regulators?* in *Federalismi*, n. 20, 2013, *passim*.; JOHNSON, SHU, DELLAERT, FOX, *op. cit.*, pp. 488 e 491-

La *nudge regulation*, informata ad una strategia di intervento paternalistico libertario o di *soft paternalism*[46], consente di indirizzare le scelte degli investitori con un intervento leggero del regolatore, senza mai costituire una espressa imposizione, a condizione che l'*opt-out* risulti agevole e trasparente.

5. L'evolversi dei mercati digitali ed il progresso connesso allo sviluppo dei cc.dd. *big data* apre opportunità e problematiche nuove.

Per *big data* (di seguito anche *BD*) si intende quell'insieme di dati aventi dimensioni tali da non consentire ai comuni software di raccoglierli, curarli, gestirli ed elaborarli entro un lasso di tempo ragionevole[47].

Le caratteristiche dei *BD* vengono riconosciute nelle cc.dd. *Four "V"*, ossia il loro volume, la velocità di creazione e disponibilità (velocità), la varietà dei tipi di

492.

[46]Cfr. THALER, SUNSTEIN, *op. cit.*, pp. 10 ss.; SUNSTEIN, *Why Nudge? The Politics of Libertarian Paternalism*, 2014, p. 58, secondo il quale «*"soft paternalism" would refer to actions of government that attempt to improve people's welfare by influencing their choices (...). We can understand soft paternalism, thus defined, as including nudges, and I will use the terms interchangeably here*»; HANSEN, *The Definition of Nudge and Libertarian Paternalism: Does the Hand fit the Glove?*, in *EJRR*, 2016, p. 1.

Si veda, altresì, SCHNELLENBACH, *Nudges and norms: On the political economy of soft paternalism*, in *European Journal of Political Economy*, 28, 2012, pp. 266–277, il quale sostiene che il *soft paternalism* della *nudge regulation* non debba essere inteso quale strumento utile per il raggiungimento dell'efficienza, bensì debba esser interpretato in ottica redistributiva.

In maniera critica, VALLGÅRDA, *Nudge – A new and better way to improve health?*, in *Health Policy*, 104, 2012, pp. 200-203, evidenzia che il termine *libertarian paternalism* sia un ossimoro, posto che l'approccio paternalistico si fonderebbe su una prospettiva etica sconosciuta al modello libertario.

[47]Cfr. GOZMAN, SEDDON, *The role of big fata in governance: a regulatory and legal perspective of analytics and legal perspective of analytics in global financial services*, Swuift Institut Working Paper No. 009, 2014, p. 6. Si veda, altresì, di recente, Commissione europea, *Communication from the Commissione to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, COM(2014) 442 final, disponibile sul sito http://ec.europa.eu, la quale definisce il fenomeno *big data* come «*large amounts of different types of data produced with high velocity from a high number of various types of sources. Handling today's highly variable and real-time datasets requires new tools and methods, such as powerful processors, software and algorithms*». Si veda, altresì, EBA, ESMA, EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper on the Use of Big Data by Financial Institutions*, JC 2016 86, disponibile su www.esma.europa.eu, p. 7, lì dove si definisce *big data* «*the collection, processing and use of high volumes of different types of data from various sources, using IT tools, in order to generate ideas, solutions or predict certain events or behaviours (for example to draw actionable insights from these diversified volumes of data in order to profile customers, identify patterns of consumption and make targeted offers)*».

dati (come ad esempio *social media*, *emails*, video, segnali GPS, etc.) e la loro affidabilità ed integrità (ovvero, veracità, esattezza, precisione)[48]. Dette caratteristiche ne hanno accresciuto col tempo il loro valore, consentendo di distinguere questa dotazione enorme di informazioni dalle situazioni di utilizzo di dati precedentemente note, il cui contenuto era, nella più gran parte dei casi, meramente descrittivo. Soprattutto, si è incominciato a comprendere l'impatto di detti strumenti nell'ambito dell'economia e del mercato di beni e servizi consentendo di cogliere il carattere *predittivo* dei *big data*[49].

I *BD* sono un fenomeno non basato su un'unica tecnologia, ma è la risultante di una serie di innovazioni in molti settori il cui comun denominatore consiste nell'utilizzo delle caratteristiche tipiche dei *BD* (le *Four "V"*) al fine di ottenerne benefici economici.

In determinati mercati, i *BD* hanno assunto una capacità non già meramente descrittiva del mercato, ovvero della informazione relativa al predetto

[48]Dette caratteristiche sono state preliminarmente illustrate sul sito http://www.gartner.com/it-glossary/big-data (11 April 2016) della Cartner Inc., una società statunitense di consulenza e ricerca in tema di *information technology*. Riprendono la *Four "V" approach*, LYCETT, *Datafication: Making Sense of (Big) Data in a Complex World*, in *Eur. J. of Inf. Syst*., 2013, p. 381; DE PADOVA, *Big Data, la nuova frontiera dell'IT*, in *Rivista degli infortuni e delle malattie professionali*, nn. 1 – 2, 2013, pp. 247 ss.; OECD, *Supporting Investment in Knowledge Capital, Growth and Innovation*, 2013, P. 325; GOZMAN, SEDDON, *op. cit*., p. 6; DE MAURO, GRECO, GRIMALDI, *What is big data? A consensual definition and a review of key research topics*, AIP Conference Proceedings, 1644, 2015, pp. 101 – 102; DI PORTO, *La rivoluzione big data. Un'introduzione,* in *Concorrenza e Mercato*, 2016, pp. 5-6; BAGNOLI, *The big data relevant market*, in *Concorrenza e Mercato*, 2016, p. 79; BUZZACCHI, *La politica europea per I big data e la logica del single market: prospettive di maggiore concorrenza?*, in *Concorrenza e Mercato*, 2016, p. 156; Weber, *Data portability and big data analytics – new competition policy challenges*, in *Concorrenza e Mercato*, 2016, p. 62. Nel recente *Discussion paper*, EBA, ESMA, EIOPA fanno riferimento alle *Three "V"*, evidenziando, tuttavia, come in dottrina si adoperi riferimento anche a caratteristiche quali il valore (*value*) e la veracità (*veracity*). Cfr. EBA, ESMA, EIOPA, *op. cit.*, p. 7, nota 3.

[49]Cfr. BUZZACCHI, *op. cit.*, p. 156; DAVENPORT, *Big data @ work: Dispelling the Myths, Uncovering the Opportunities*, Boston, Harvard Business Press, 2014; ID., *At the big data Crossroads: turning towards a smarter travel experience*, Amadeus IT Group, *passim*.; DE MAURO, GRECO, GRIMALDI, *op. cit.*, p. 100, secondo i quali «*the predictability of future actions, made possible by the analysis of behavioral patterns, poses also the ethical issue of protecting free will in the future, on top of freedom in the present*».
Sul carattere predittivo, anche EBA ESMA, EIOPA, *op. cit.*, p. 7, in cui viene evidenziata la circostanza che il termine *big data* spesso venga utilizzato quale sinonimo di "*predictive analytics*".

mercato, bensì hanno contribuito a darne sostanza, tanto da esserne parte integrante e fondamentale[50].

Non è, infatti, un caso che, di recente, siano proliferati gli interventi normativi finalizzati a prevedere l'impiego di risorse pubbliche per l'implementazione e lo sviluppo della ricerca in materia[51].

Nel settore della intermediazione finanziaria, il tema dei *BD* assume un ruolo centrale laddove si consideri che le transazioni finanziarie condividano le medesime caratteristiche dei *BD*[52].

Tanto giustifica l'attenzione dell'ESMA alla raccolta ed al trattamento digitale dei dati e, soprattutto, alla verifica della adeguatezza degli apparati tecnolo-

[50]In alcuni casi, i *BD* caratterizzano il mercato di riferimento come nel caso dello sfruttamento delle piattaforme dell'economia collaborativa Da ultimo, sul tema, si veda la Comunicazione della Commissione Europea COM(2016) 356, del 2 giugno 2016, sul tema *Un'agenda europea per l'economia collaborativa*.

[51]Di recente, la Legge n. 232/2016, Legge di Bilancio 2016 ha previsto, all'art. 1, comma 55, «*al fine di favorire la transizione del sistema produttivo nazionale verso la manifattura digitale e di incrementare l'innovazione e l'efficienza del sistema imprenditoriale, anche tramite l'innovazione di processo o di prodotto, le imprese di micro, piccola e media dimensione possono accedere ai finanziamenti e ai contributi di cui all'art. 2, D.L. 21 giugno 2013, n. 69 (...) per l'acquisto di macchinari, impianti e attrezzature nuovi di fabbrica aventi come finalità la realizzazione di investimenti in tecnologie, compresi gli investimenti in* big data, *cloud computing, banca ultralarga (...)*». Sempre nel 2016, il MIUR ha emanato il decreto 11 agosto 2016, n. 187, prevedendo, nell'ambito dell'intervento di promozione e rafforzamento dell'alta formazione e specializzazione post-laurea di livello dottorale, tra gli obiettivi, quelli dell'assicurare l'inclusione degli «*specifici bisogni relativi alla strategia di trasformazione del manifatturiero di industria 4.0 e dei temi della formazione e delle competenze nel settore dei big data per le aree disciplinari a forte vocazione scientifico-tecnologica*». Il MISE, con decreto del 1 giugno 2016, ha previsto la concessione ed erogazione di agevolazioni in favore di progetti di ricerca e sviluppo in grado di «*esercitare un significativo impatto sullo sviluppo del sistema produttivo e dell'economia del paese avvalendosi dell'impiego delle specifiche tecnologie abilitanti fondamentali (cc.dd.* key enabling technologies*), tra cui le tecnologie per la valorizzazione dei dati su modelli aperti e di grandi volumi (*open data *e* big data *innovations)*».
A livello regionale, si registrano diversi interventi volti alla implementazione dei sistemi open data e di gestione dei big data. Si pensi alla Legge Regionale della Lombardia n. 29/2016, alla Legge annuale di semplificazione 2016 "Manifattura Campania", industria 4.0, la quale intende i *big data* quali «*raccolta di informazioni dettagliate su uno specifico individuo*» (all. n. 3), ed alla Legge Regionale dell'Umbria n. 21/2014 in tema di sviluppo della società dell'informazione e riordino della filiera ICT regionale, che, tra gli obiettivi, individua quello della «*democratizzazione delle grandi basi di dati (*big data*) di pubblica utilità*»

[52]Nel più volte citato *Discussion paper* dell'ESA's, viene evidenziato che «*financial services are awash in data*».

gici dei soggetti vigilati, nell'ottica della promozione di una migliore ed effettiva trasparenza del mercato dei capitali.

Di recente, infatti, il predetto regolatore europeo ha emanato due decisioni a contenuto sanzionatorio nei confronti di Standard & Poor's Credit Market Services France s.a.s. e di Standard & Poor's Credit Market Services Europe Ltd per un malfunzionamento del sistema informatico (ESMA/2014/544 del 20 maggio 2014) e nei confronti di DTCC Derivatives Repository Ltd (DDRL) per la tardività nella messa a disposizione dei dati dovuta ad inadeguatezze del software della società (ESMA/2016/408 del 23 marzo 2016)[53].

Con queste prime decisioni, l'ESMA parrebbe aver assunto, rispetto al tema dei *big data* applicati alla *FinTech*, un ruolo di guida ovvero di *Tech Autority* europea, impegnata nella costruzione dei data-base e dei *digital (supervisory) tools* necessari per le esigenze della regolazione, consapevole che una parte importante della vigilanza deve partecipare sin da oggi alle sfide dei *BD* dovendosi basare su innovativi meccanismi di raccolta, verifica e comunicazione al mercato di dati, algoritmi e metodologie complesse e strutturate di trattamento degli stessi[54].

Da febbraio 2014 a dicembre 2015 sono stati raccolti oltre ventisette miliardi di rapporti dati, con una media settimanale di ben trecentotrenta milioni di rapporti dati di negoziazione[55]. L'importanza delle grandezze analizzate impone, dunque, di approntare strumenti regolatori innovativi e, consequenzialmente, di individuare un regolatore in grado di effettuare gli investimenti necessari per la raccolta, gestione, elaborazione e riutilizzo di dati.

[53]Entrambe le decisioni indicate sono consultabili sul sito istituzionale dell'ESMA (www.esma.europa.eu).

[54]In tal senso, LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 2016, pp. 448 ss., il quale evidenzia, altresì, la modifica della visione tradizionale di amministrazione tramandataci dall'eredità storica del secolo scorso, posto che «*anche la vigilanza, al pari dell'attività di mercato, diviene (...) meno* labour-intensive *e assai più* investment-and tecnology-intensive».

[55]Cfr. ESMA, *ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories*, *Annual Report and 2016 Work Plan*, 3 febbraio 2016, ESMA/2016/234.

È in questo contesto che si inserisce la recente iniziativa delle tre *autorities* finanziarie europee – EBA, ESMA ed EIOPA – con il *Joint Commitee Discussion paper* n. 86/2016 sull'uso dei *big data* da parte delle istituzioni finanziarie, pubblicato il 19 dicembre 2016.

Il *Discussion paper* evidenzia come le tecnologie *data-driven* possano aiutare le istituzioni finanziarie ad incontrare i bisogni della clientela *digital native* e rimodellare le proposte di valore dei prodotti e servizi finanziari esistenti.

Trattasi di un primo tentativo di intervento con cui l'ESAs ha inteso chiarire le aree di interesse della regolazione in tema di *big data* le cui coordinate sono ancora tutte da disegnare.

6. L'applicazione dei *BD* al modello di regolazione *nudge* nel settore dell'intermediazione mobiliare ha enormi potenzialità, proprio in ragione della capacità predittiva dei primi[56].

In ambito finanziario, le imprese di investimento o negoziazione hanno normalmente in disponibilità, al di là dei dati anagrafici della clientela, anche quelli sulle abitudini di investimento, di spesa, nonché i dati aggregati a livello locale e nazionale di investimento, propensione al rischio ovvero avversione alle perdite, composizione di portafoglio, stime sulla disponibilità dei clienti a pagare commissioni, etc.

Già solo l'analisi della storia contabile di una carta di credito consentirebbe all'intermediario di avere in disponibilità informazioni sulle abitudini di spesa del proprio cliente e, più in particolare, di poter verificare *ex ante* la propensione al risparmio dello stesso, l'avversione alle perdite ed altre caratteristiche

[56]Significativo è quanto evidenziato dallo *European Data Protection Supervisor*, secondo il quale «*one of the greatest values of big data for businesses and governments is derived from the monitoring of human behaviour, collectively and individually, and resides in its predictive potential*». Si veda, EDPS, *Meeting the challenges od big data. A call for trasparency, user control, data protection by design and accountability*, *Opinion 7/2015*, p. 7, disponibile sul sito http://secure.edps.europa.eu.

utili che gli consentirebbero di effettuare delle *marketing policies* su misura e delle profilature da impiegare per la sollecitazione all'investimento[57].

Proprio nell'ambito dell'intermediazione mobiliare, modelli di *business* delle istituzioni finanziarie come l'*High Frequency Traders* sono basati sull'analisi di un ampio volume di dati, derivanti dall'utilizzo di un'ampia varietà di *dataset*, ad un'alta velocità di trasmissione ed analisi attraverso l'utilizzo di algoritmi che elaborano le decisioni di investimento.

Ampliata è anche la tipologia di dati utilizzati. Non più soltanto *reports* economici, analisi periodiche, etc., ma sempre più analisi perduranti e continue, automatizzate attraverso lo sfruttamento dei nuovi strumenti tecnologici e capaci di valorizzare anche dati non tradizionalmente connessi e collegati al settore economico.

Il bagaglio conoscitivo detenuto dalle istituzioni finanziarie è, dunque, divenuto enormemente più rilevante ed importante.

L'intervento regolatorio potrebbe, dunque, divenire un utile strumento, da un lato, per diminuire l'asimmetria informativa esistente tra intermediario e cliente già in ragione degli errori cognitivi e di preferenza sopra analizzati e, dall'altro, per diminuire il rischio che l'utilizzo dei *big data* sia finalizzato alla erogazione di servizi non necessari per il cliente ed anzi utilizzato per cogliere le opportunità imprenditoriali che gli errori cognitivi possono fornire.

[57]Sulle potenzialità di utilizzo dei BD in ambito finanziario, si veda EBA, ESMA, EIOPA, *op. cit.*, p. 10, lì dove viene evidenziato che «*all kinds of financial activities/products could be impacted as the use of Big Data technologies may serve various purposes: profile consumers, customer loyalty management (including monitoring consumer sentiment towards products/institutions), creditworthiness assessments, marketing campaigns, market segmentation decisions, product development, other risk assessment, suitability/appropriateness tests, demands and needs tests, pricing products/services, underwriting risk, fraud prevention, AML/customer identification, increase internal efficiency within firms, help business decision-making, support finance and risk control activities, assess selling processes/distribution, increase revenues through the commercialisation of data, etc. The use of Big Data may also enable financial institutions to cross-sell various products/services (especially in the case of financial conglomerates), develop behavioural-based services, design investment strategies that can evolve in real time, support compliance with regulatory requirements by firms (including by analysing data from various reporting sources such as EMIR, MiFID, Solvency II, CRD IV, etc.) or back-test software solutions*».

Da questo angolo visuale, i *big data* possono essere strumenti fondamentali anche e soprattutto per il regolatore.

Ed in effetti, lo studio degli errori cognitivi, di preferenza e di processo, oggi, deve passare dallo scrutinio di dati empirici più facilmente reperibili dai regolatori e, più nel dettaglio, dalle autorità amministrative indipendenti nel settore finanziario (in Italia, la Consob). Se è vero che nei procedimenti di regolazione le autorità fanno ricorso a rilevazioni e consultazioni *ad hoc*, l'introduzione dei *BD* potrebbe consentire una più specifica e dettagliata mappatura degli errori e, quindi, un intervento di *soft regulation* più adeguato alle esigenze dei consumatori da un lato ed alla rimozione o al ridimensionamento degli errori cognitivi dall'altro.

Ulteriormente, l'utilizzo dei *BD* consentirebbe di rendere più semplice l'individuazione del benessere dei destinatari della regolazione che, seguendo il consiglio di Thaler e Sunstein, potrebbe avvenire con analisi empiriche sugli interessati al fine di evitare il rischio di errore del regolatore proprio in detta ricerca, sempre nell'ottica del principio del *need of protection* in favore del contraente debole[58].

Potrebbero, dunque, esser favorevolmente valutate opzioni regolatorie volte al trasferimento di informazioni che non si limitino alla mera imposizione di obblighi di "trasparenza", ma considerino la possibilità di introdurre specifici obblighi di condotta in ordine alle *modalità* attraverso cui detto trasferimento informativo debba avvenire, sempre al fine di assicurare «*un riequilibrio delle posizioni tra le parti negoziali*»[59].

[58]Cfr. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla Mifid II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2, 2015, p. 73, il quale valorizza il recepimento delle innovazioni della tecnica (processi informatici, telematici, etc.) al fine di modificare la regolazione nell'ottica del superamento delle "asimmetrie informative".
[59]Cfr. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, p. 78.

L'utilizzo dei *BD* potrebbe consentire di rendere superflue (o quanto meno non più giustificate) quelle norme volte a limitare il dovere, in capo agli intermediari, di conservare dati rispetto alle proprie attività professionali.

Sarebbero da considerarsi obsolete, dunque, quelle previsioni normative che dispongono termini per la conservazione dei dati da parte degli intermediari finanziari ovvero che prevedono dei termini dilatori entro cui essi debbono dare seguito alle richieste di copia, ovvero di informazione avanzate dall'investitore[60]. A tal fine, tuttavia, deve riconoscersi un diritto di accesso del cliente (investitore o risparmiatore) ai *big data* detenuti dalla propria controparte e, più in particolare, a quei dati che lo stesso cliente fornisce, anche indirettamente, all'intermediario nell'ambito della prestazione dei servizi *lato sensu* bancari e di quelli accessori (come, la consulenza finanziaria).

A titolo esemplificativo, potrebbe essere utile predisporre *software* specifici (come delle *mobile app* dedicate) in grado di informare l'investitore riguardo le informazioni contrattuali[61], le caratteristiche tipiche di un prodotto finanziario tenuto in portafoglio, anche attraverso l'utilizzo di segni grafici significativi[62], ovvero

[60]Nel nuovo contesto e, quanto meno *de iure condendo*, si ritiene auspicabile un intervento normativo che valorizzi la circostanza che, in futuro, la raccolta e l'elaborazione dei dati e delle informazioni rilevanti abbiano un costo sostanzialmente irrisorio prescindendo, quindi, da termini massimi di custodia dei dati (e dei documenti che detti dati contengono) nonché da termini dilatori per la consegna di copie (si pensi al disposto di cui al quarto comma dell'art. 119, TUB).

[61]Si pensi alla commissione per singola contrattazione, gli *switching cost*, il tasso di inflazione degli ultimi anni al fine di confrontarlo con il rendimento, etc.

[62]Sotto questo ultimo aspetto, si pensi alla predisposizione di meccanismi in grado di trasferire all'investitore le informazioni rilevanti su un determinato titolo detenuto, come ad esempio la sua illiquidità, ovvero il grado di rischiosità avendo riguardo alle valutazioni rese da soggetti terzi a tanto deputati, ovvero sulla base della appostazione a bilancio realizzata dallo stesso intermediario. Nondimeno, si pensi alla possibilità di predisporre una scala cromatica del rischio che consenta all'investitore di rilevare immediatamente il grado di rischiosità del titolo. Questa è, ad esempio, la soluzione adottata dal governo danese già dal 15 aprile 2011, con l'*executive order n. 345*, lì dove si prevede che «*a financial undertaking that arranges purchases of investment products for retail investors, as well as an investment advisor, shall provide information about risk-labelling of the types of investment products they facilitate or for which they provide investment advice (...) Risk-labelling means that the type of investment product is divided into the categories green, yellow or red, respectively, cf. subsections (2)-(4). (2) A type of investment product is in the category green if the risk of losing the whole amount invested is to be considered as very small, and if the product type is not difficult to understand. (3) A type of investment product is in the category yellow, if*

ancora a quella di rendere pubbliche ed immediatamente accessibili le informazioni riguardanti le *performance* aggregate realizzate dai propri "concittadini", sfruttando l'effetto gregario[63].

I *BD* potrebbero essere ulteriormente utilizzati per una mappatura degli emittenti sulla base della propria solvibilità. Ciò sarebbe particolarmente semplice da attuare per gli intermediari bancari tenuti a comunicare i dati in ordine alla propria solvibilità nei confronti del regolatore nell'ambito dell'ordinario esercizio della vigilanza prudenziale. Ovvero ancora, per rendere immediatamente e facilmente note all'investitore le informazioni (ma solo quelle rilevanti e da comunicarsi in maniera facilmente fruibile) derivanti dall'attività di vigilanza ispettiva realizzata dal regolatore (in Italia, normalmente Banca d'Italia, rispetto all'obiettivo di sana e prudente gestione e Consob, rispetto a quello di trasparenza e correttezza dei comportamenti). Ovviamente, simile via imporrebbe una maggiore responsabilizzazione del regolatore pubblico, oltre che incentivare una più accurata *compliance* del soggetto regolato.

Tutte queste informazioni, comunicate in maniera non tradizionale ma con una forma più *amichevole*, ovviamente, potrebbero incidere sul *framing* della scelta, rendendo chiari e prestabiliti i rischi secondo analisi tecniche e non già emozionali ovvero condizionate da fattori esposti ad altri errori cognitivi connessi all'euristica della disponibilità e della rappresentazione.

Inoltre, l'utilizzo di strumenti facilmente fruibili per l'investitore medio in grado di far emergere anche titoli che, altrimenti, non avrebbero suscitato l'attenzione dello stesso (poiché poco noti e poco pubblicizzati ovvero non solleci-

---

there is a risk that the amount invested can be lost wholly or partly, and if the product type is not difficult to understand. (4) A type of investment product is in the category red, if there is a risk of losing more than the amount invested, or if the product type is difficult to understand» (consultabile sul sito https://www.nykredit.com). Si veda, altresì, JOHNSON, SHU, DELLAERT, FOX, *op. cit.*, pp. 490-491, secondo i quali «*yet another way in which the choices we make are increasingly facilitated by technology is the automatic personalization of user interfaces to reflect our preferences. This interaction with decision technology is likely to increase in future years as computing devices become more unobtrusively integrated into our daily environment* ».

[63]Cfr. HALPERN, *op. cit.*, p. 161, con riferimento alla esperienza britannica nel settore energetico.

tati da alcuna "àncora"), consentirebbe a questi ultimi di poter allargare il ventaglio delle proprie scelte secondo un criterio di investimento più adeguato alle proprie esigenze ed al proprio profilo di rischio. Questo approccio diminuirebbe anche il rischio di dissonanza cognitiva, posto che l'investitore avrebbe a disposizione tutte le informazioni rilevanti e necessarie per una corretta valutazione della contrattazione, anche di quelle che non avrebbe avuto piacere a ricercare poiché capaci di smentire le proprie iniziali convinzioni.

In detta ottica, interessante è l'iniziativa assunta in Gran Bretagna e, in particolare, nel settore della regolazione dei servizi energetici, attraverso l'introduzione dell'obbligo, imposto in capo ai fornitori, di inserire un *QR-code* nella fattura recapitata ai singoli clienti, che sintetizzi i dettagli del contratto di fornitura elettrica, oltre che le caratteristiche del consumo di energia del singolo consumatore; informazioni che, una volta immesse in una *switching site app* capace di confrontare le offerte maggiormente convenienti per il singolo consumatore, sulla base delle proprie caratteristiche di consumo, divengono strumento di competitività interna e di compulsione verso l'applicazione di scelte razionali indotte dal sostanziale azzeramento dei costi opportunità[64].

Simili meccanismi di *nudge regulation* si basano proprio sulla messa a disposizione, da parte degli *arbitrageurs* (ovvero quelli che Thaler chiamerebbe *Econs*), delle informazioni detenute anche grazie allo sviluppo dei *big data* e che, se fornite in un formato amichevole ai destinatari del servizio (*smart disclosure*)[65], consentono di ridurre il *gap* derivante dall'asimmetria informativa.

[64]Cfr. HALPERN, *op. cit.*, p. 154. Detta opzione regolatoria deve essere opportunamente valutata alla stregua della *Misleading and Comparative Advertising Directive* (2006/114/EC) e, più in particolare, al tema della pubblicità comparativa prevista dall'art. 4 ed ai requisiti di liceità della stessa, questa volta non già a tutelare l'investitore, bensì i prestatori di servizi finanziari qualificabili come professionisti a norma della predetta direttiva.

[65]Cfr. VELLA, *op. cit.*, *passim*, il quale significativamente lamenta il rischio di *overdose* di informazione e segnala la necessità di semplificare e chiarificare in modo da realizzare fattivamente gli obiettivi di protezione del soggetto *non-Econ*. Sulla *smart disclosure*, si veda lo studio dell'Executive Office of the President of. U.S. (*chair* J. P. Holdren), *Smart disclosure and*

Ciò che, ritengo, sia fondamentale, in questo caso, è quanto mai la forma attraverso cui l'informazione viene trasferita alla clientela, oltre che il suo contenuto. Ed è proprio questo che distingue, nell'era dei *BD*, la *nudge regulation* dalla *information disclosure* ovvero *information sharing regulation* (forme di regolazione probabilmente più appropriate per gli *Econs*).

Nel mondo dei *BD* il rischio di fallimento nel raggiungimento dei prefissati obiettivi di interesse generale di queste due ultime forme di regolazione è altissimo, poiché la quantità di informazioni rese disponibili conduce ad una sostanziale irrilevanza dell'informazione resa[66]. Una selezione dell'informazione rilevante e l'obbligo di *smart disclosure* nei confronti dell'investitore potrebbero essere un modo adeguato per consentire al fenomeno BD di divenire strumento d'ausilio per la regolazione *nudge*, in un'ottica di vigilanza microprudenziale e ad integrazione degli strumenti tradizionali di regolazione dei mercati finanziari.

La via della *smart disclosure regulation* non è, d'altro canto, sconosciuta al legislatore europeo.

La *Payment Services Directive*, ad esempio, seppur nell'ottica di riduzione degli obblighi di trasparenza in capo al prestatore di servizi di pagamento per gli strumenti di basso valore, prevede la comunicazione delle sole informazioni sulle principali caratteristiche del servizio di pagamento, dettagliatamente indicate dalla normativa[67].

---

consumer decision making: report of the task force on smart disclosure, disponibile sul sito www.whitehouse.gov.

[66]Umberto Eco avvertiva il rischio che «*troppa informazione equivale a nessuna informazione*».

[67]Si veda, a tal fine, l'art. 34, par. 1, lett. a), direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, nella parte in cui prevede che «*il prestatore di servizi di pagamento comunica al pagatore solo le informazioni sulle principali caratteristiche del servizio di pagamento, comprese le modalità per l'utilizzo dello strumento di pagamento, la responsabilità, l'ammontare delle spese applicate e altre informazioni pratiche necessarie per prendere una decisone consapevole, nonché un'indicazione su come accedere facilmente alle altre informazioni e condizioni richieste ai sensi dell'articolo 42*». Anche il decreto legislativo n. 11/2010, nel recepire detta direttiva, ha previsto, al suo art. 126 *quater*, che la Banca d'Italia disciplina «*contenuti e modalità delle informazioni e delle condizioni che il prestatore dei servizi di pagamento fornisce o rende disponibili (...) redatte in termini di facile comprensione e in forma chiara e leggibile*».

Ulteriormente, l'aver in disponibilità dati personali dell'investitore, legati alla raccolta delle informazioni attraverso le nuove piattaforme elettroniche, nonché attraverso *software* di gestione del risparmio, potrebbe consentire una più analitica (e corretta) attività di profilatura della clientela.

Tanto imporrebbe il superamento del meccanismo di raccolta dati attraverso le note schede informative (cc.dd. Mifid, richiamando la normativa che le ha introdotte), il cui contenuto dipenderebbe, quanto meno in astratto, dalle dichiarazioni rese dal fruitore del servizio di consulenza finanziaria[68]. Un approccio regolatorio *nudge* deve privilegiare l'immediato recepimento dei BD evincibili dalla "*vita finanziaria*" del singolo investitore in occasione della predisposizione del questionario, come fosse una profilatura in continuo divenire e condivisa tra gli attori del mercato. In tal modo l'applicazione della *know your customer rule* sarebbe maggiormente effettiva, basandosi su una mole di dati immagazzinati ed elaborati su scala aggregata, che solleciterebbero il consulente a «*rendere edotto l'investitore degli errori che ne inficiano le scelte in via sistematica, ed aiutarlo a controllare l'emotività*»[69].

D'altro canto, le modalità di utilizzo dei *BD* da parte degli intermediari incide direttamente sulla applicazione concreta del principio di buona fede, divenuto principio generale della disciplina dei contratti fin dall'ultimo decennio del secolo scorso[70]. Deve, dunque, ritenersi un obbligo specifico, ricadente in capo all'intermediario, quello di utilizzare i BD detenuti e riguardanti la vita finanziaria

[68]Sul punto, si è evidenziato che «*i questionari generalmente utilizzati dagli intermediari per raccogliere queste informazioni sono formulati in modo da consentire di acquisire dati sulla tolleranza verso il rischio ma non sulla percezione soggettiva del rischio stesso*» (cfr. LINCIANO, *op. cit.*, p. 39).

[69]Cfr. LINCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 135. Si veda, altresì, ROSSANO, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 85, il quale evidenzia come «*la profilatura di rischio del cliente (e, quindi, la valutazione di adeguatezza e appropriatezza che l'intermediario è chiamato ad operare), implica necessariamente un'indagine di tipo psicologico*».

[70]Cfr. Direttiva 93/13/CEE concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori.

di un investitore secondo buona fede, ossia nell'ottica di proteggere la sfera giuridica della controparte contrattuale già nella fase antecedente la conclusione del contratto (anche ai sensi dell'art. 1337 c.c.), oltre che in quella di esecuzione dello stesso (anche ai sensi dell'art. 1375 c.c.).

In tema di prestazione di servizi finanziari, l'art. 21 TUF prevede che i soggetti abilitati debbano «*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*». E gli obblighi informativi in capo agli intermediari esercenti attività di investimento sono destinati ad aumentare con la, oramai prossima, entrata in vigore della MIFID 2, la quale dedica l'intera seconda sezione alle «*disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori*».

Accanto alla già citata *know your customer rule*, viene introdotta la *know your product rule* (artt. 16, par. 3 e 24, par. 2), ossia l'obbligo per gli intermediari di individuare categorie di prodotti *target* ed assicurare coerenza nella distribuzione degli stessi rispetto alla clientela[71].

[71]Su questo specifico fronte, si veda il *Consultation Paper* dell'ESMA, *Draft guidelines on MiFID II product governance requirements*. Sulle novità introdotte dalla Mifid 2, si rimanda a CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pp. 85 ss., il quale valorizza la circostanza che «*viene così disposto un meccanismo di tutela degli investitori destinato ad interagire "nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire" in conformità alla logica, in passato sollecitata da alcune autorità nazionali, secondo cui l'intervento sulla loro ingegnerizzazione consente di perseguire nel miglior modo l'interesse dell'investitore*». Condivisibilmente, l'Autore sottolinea, sotto detto profilo, la portata innovativa dell'art. 24, direttiva n. 2014/65/UE, quale norma «*volta a migliorare, in modalità inequivoche, la correlazione esistente tra un'operatività "su misura" e gli effetti benefici che possono derivarne all'investitore*». Si veda, altresì, PELLEGRINI, *op. cit.*, pp. 576 – 579. Per le novità della Mifid 2 e della Mifir (regolamento UE 600/2014) sotto il profilo della regolazione dei mercati, cfr. SEPE, *Disciplina dei Mercati. I mercati regolamentati*, in Capriglione, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, *op. cit.*, pp. 652 – 655, con specifico riferimento, per quanto *quivi* di rilevanza, ai neo-introdotti meccanismi di *Data Reporting Services*. Sul tema, si veda, altresì, EBA, ESMA, EIOPA, *op. cit.*, p. 19, (nota 53 per i riferimenti normativi) secondo cui «*while Big Data analytics should allow financial institutions to have greater insights about their customers and their interests, and therefore enable them to enhance the quality of their practices and services offered to customers, they should always be mindful of their duty to treat customers in a fair and professional manner (...) Several conduct of business principles are also relevant to the use of Big Data, such as (...) manufacturing and distributing products/services which are meant to meet the needs of identified target clients*»; EBA, *Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products*, 22/03/2016 (in vigore dal 03/01/2017), EBA/GL/2015/18, disponibile sul sito www.eba.europa.eu, lì dove si prevede (p. 13) che «*the*

L'obiettivo è quello di una completa valorizzazione dell'attività di consulenza finanziaria ritenuta, anche dagli studiosi dei temi *behavioural*, «*l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse*»[72], e di cui l'attività di profilatura diviene il momento centrale.

Da un punto di vista *nudge*, la previsione di regole di *default* in tema di *accountability* dei prestatori di servizi finanziari è finalizzato a disciplinarne ed indirizzarne la condotta già nella fase di proposta ed esecuzione del contratto.

Sul punto, fenomeno da seguire con interesse è quello del *Robo Advisor* e di strumenti che, provocando una disintermediazione *de facto*, sfuggono al sistema di vigilanza prudenziale previsto in materia ma che, in astratto, avrebbero le potenzialità, ove "regolati", di valorizzare il contenuto informativo dei *BD*.

7. Le brevi riflessioni sopra esposte consentono soltanto di immaginare le potenzialità dello strumento dei BD in un'ottica di regolazione "gentile" della *smart disclosure regulation* in ambito finanziario.

Presupposto per consentire che detti mega-dati possano essere di ausilio al regolatore è il perseguimento della strategia di creazione di un mercato digitale unico che comprenda la individuazione di un meccanismo comune di regolazione del fenomeno, oggi lasciato ad una colpevole *deregulation* quanto mai indotta dall'inerzia legislativa piuttosto che da una scelta consapevole del regolatore.

L'esperienza inglese in tema di sfruttamento dei moderni *device* elettronici al fine di fornire strumenti cognitivi agli individui per migliorare la qualità delle proprie scelte è significativa ed esemplificativa di quanto la regolazione, in deter-

---

distributor should use the information provided by the manufacturer and have relevant knowledge and the ability to determine whether a consumer belongs to the target market. The distributor should in particular take due account of all relevant information allowing it to recognise the target market for which the product is designed, and also to recognise market segments for which the product is considered likely not to meet their interests, objectives and characteristics».

[72]Cfr. KAHNEMAN, RIEPE, *Aspects of Investor Psychology*, in *The Journal of Portfolio Management*, 1998, n. 4, pp. 52 – 65.

minate materie, possa favorire la concorrenza e, consequenzialmente, il benessere del consumatore.

Se poi lo scenario appena analizzato si possa integrare nel settore finanziario, dove i confini dell'irrazionalità sono sempre meno indefiniti, grazie agli studi della finanza comportamentale, risulta maggiormente evidente che il contributo della regolazione *nudge* possa essere di profondo stimolo per la mitigazione dell'asimmetria informativa, endemica di detto settore.

I *BD* sono, giusto a detto fine, strumento dalla enorme potenzialità in ragione della loro capacità predittiva dei comportamenti umani, dovendosi favorevolmente accogliere gli interventi finalizzati al trasferimento di materiale informativo dall'alto valore qualitativo e secondo modalità amichevoli.

Antonio Dell'Atti

Dottore di ricerca
in Diritto della banca e dei mercati finanziari
nell'Università degli Studi di Siena

RISERVE DI ATTIVITÀ *VERSUS* PIATTAFORME DI GESTIONE DELLE VALUTE VIRTUALI: IL CASO "SARDEX"* **

(*Regulated activities versus virtual currencies schemes: the "Sardex" case*)

ABSTRACT: *The development of technology in the banking sector allowed intermediaries to create innovative models that are changing the traditional banking and financial activity: one example of this process can be given by "virtual currencies". The growth of this phenomenon – more than 600 players in the world dealing with up to 5 Billion Euros; the most famous players are Bit-Coin, Lite-Coin, Ripple – on the one hand, has a deep legal impact on Italian civil law. On the other hand, it must be noted that the use of this alternative payment facility in Italy is not regulated yet by any Financial Authority.*

The paper focuses on "Sardex", an innovative Italian virtual currency that offers to local small firms alternative payment models and financing instruments. The idea of Sardex came from a local start up that has grown successfully in Italy. Given the fact that in Italy virtual currency business does not need the release of any authorization yet to be initiated (according to the current opinion of Bank of Italy), Sardex does not have any license to operate in the financial sector. The paper analyses the similarities between Sardex business and payment-financing instruments managed by supervised entities such as "electronic money institutions" e "payment institutions" and focuses on the legal framework that could be adopted in order to regulate virtual currencies.

SOMMARIO: 1. Framework normativo e regolamentare in materia di "valute virtuali". – 2. Il caso del Sardex Spa. Profili giuridici del "circuito di credito commerciale sardo" - 3. Operatività del circuito Sardex e impatti sul perimetro delle attività riservate di prestazione dei servizi di paga-

*Contributo approvato dai revisori.

**Nel presente lavoro - frutto di una comune riflessione degli autori - i paragrafi 1 e 2 vanno ascritti a Dino Donato Abate ed il paragrafo 3 a Gian Luca Greco.

mento e concessione di finanziamenti.

1. L'utilizzo dell'innovazione tecnologica nel settore creditizio ha consentito di rendere realizzabili modelli innovativi che hanno prodotto un significativo impatto sull'attività bancaria tradizionale; è il caso delle cc.dd. "valute virtuali". La crescente diffusione del fenomeno ha impatti giuridici non soltanto su profili civilistici, in parte già indagati dalla letteratura[1], quali quelli connessi all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie che avvenga mediante tali schemi valutari[2], ma anche su aspetti regolamentari, che riguardano il rispetto della riserva di attività

[1]Sul tema v. MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca, Impresa e Società*, a. XXXV, 2016, n. 1, p. 111 ss.; KELLY, *The Bitcoin Big Bang: How Alternative Currencies Are About To Change the World*, Hoboken, New Jersey, 2015; CAETANO, *Bitcoin: guida all'uso delle criptovalute*, Milano, 2016; CANDILORO, *La sicurezza informatica di Bitcoin*, in *Ciberspazio e diritto: Internet e le professioni giuridiche*, 2/2015, pp. 331-356; CAPOTI, COLACCHI, MAGGIONI, *Bitcoin revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo*, Milano, 2015; FLORINDI, *Deep web e Bitcoin: vizi privati e pubbliche virtù della navigazione in rete*, Reggio Emilia, 2016; FRANCO, *Understanding Bitcoin: Cryptography, Engineering and Economics*, in *Wiley Finance Series*, Chichester, 2015; HALABURDA, SARVARY, *Beyond Bitcoin: the Economics of Digital Currencies*, New York, 2016; MAURO, *Bitcoin: come funziona una moneta virtuale*, in *Limes: rivista italiana di geopolitica*, 2/2015, pp. 65-72; MEGGIATO, *Il lato oscuro della rete: alla scoperta del deep web e del bitcoin*, Milano, 2014; MILLER, *The Ultimate Guide to Bitcoin*, Indianapolis, 2015; PEPE, *Investire Bitcoin: come capire e gestire questa nuova forma di ricchezza* [prefazione di Andrea Boda], Palermo, 2014; ROSEMBUJ, *Bitcoin*, in *El Fisco*, Barcellona, 2016; v. anche SOLDAVINI, *La moneta virtuale: come funzionano i bitcoin e che cosa ci possiamo fare*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2016; DE FILIPPI, *Bitcoin, Blockchain, and the future of the Internet, CERSA/CNRS - Berkman Center at Harvard Law;* BLUNDELL-WIGNALL, *The Bitcoin Question: currency versus trust-less transfer technology, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, 37/2014. Per un'analisi del fenomeno in questione si rinvia a SACCHETTO, MONTALCINI, *Diritto tributario telematico*, Torino, 2015; SCHIAROLI, *Dark web e bitcoin, la nuova era della rete*, 2013; VITA, *Senza banche. Bitcoin la moneta di internet*, cd. digitale, 2013; AMATO, FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin: Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Università Bocconi, 2016; SCHECHNER, *Eu rules bitcoin is a currency, not a commodity virtually, The Wall Street Jurnal*, 2015 *(http://blogs.wsj.com/ digits /2015/10/22/eu-rules-bitcoin-is-a-currency-not-a-commodity-virtually/)*; LODI, *Le criptovalute*, in *Giust. Civ*., 2014; FERRARI, GUALANDRI, LANDI, VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Torino, 2016, p. 67.

[2]Per un'analisi degli impatti civilistici dell'operatività delle valute virtuali si veda CALAPRICE, *Gli acquisti online: contratto di commercio elettronico: modalità di conclusione, clausole vessatorie, diritto di recesso, pagamento dematerializzato: bonifico bancario, carta di credito, paypal, bitcoin, comparatori di prezzo, aste telematiche, risoluzione giudiziale e stragiudiziale delle controversie telematiche*, Milano, 2014; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica (Il)*, 3/2015, p. 415; CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, in *Informatica Giuridica*[4], 2015; VARDI, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica* (Il), 3/2015, p. 443.

bancaria e finanziaria. Ad oggi il fenomeno delle valute virtuali non è sottoposto ad un'organica disciplina positiva né su un piano nazionale né su un piano sovra-nazionale[3]. Tale attività, infatti, anche se presenta analogie con quella propria di imprese vigilate quali, ad esempio, le banche, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento e gli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del d.lgs. 385/93, deve ritenersi – come ha avuto modo di chiarire Banca d'Italia[4] - non soggetta a supervisione nel nostro ordinamento e, dunque, ad oggi, libera[5].

[3]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 – valute virtuali*, *Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie*, *sezione II – Banca d'Italia*, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali,* Roma, 30 gennaio 2015; sul fenomeno si è espressa inoltre la BITCOIN FOUNDATION ITALIA, *Parere di Bitcoin Foundation Italia su comunicato Banca d'Italia su Bitcoin e critto-valute*, 3 febbraio 2015, sul *sito internet di Bit-coin Foundation Italia*. Sull'argomento si è espressa infine l'AGENZIA DELLE ENTRATE, con la risoluzione n. 72/E del 2 settembre 2016, ha chiarito il trattamento fiscale, sia ai fini dell'Iva sia ai fini delle imposte dirette (Ires e Irap), applicabile alle operazioni di acquisto e di cessione di moneta virtuale da parte di una società che svolge un'attività di servizi relativi ai bit-coin, ma che si rende applicabile anche a società che svolgono tali attività relativamente ad altre monete virtuali. In ambito comunitario si rinvia a EUROPEAN CENTRAL BANK, *Virtual currency schemes*, 2012; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on virtual currency*, EBA/OP/2014/08, 4 July 2014; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, *WRG/2013/01*, 2013; BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Digital currencies*, 2015; BANK OF ENGLAND, *The Economics of digital currencies*, 2014; EUROPEAN COMMISSION, *Can BitCoin Become a Global Currency?*, 2015; GAFI, *Guidance for a risk-based approach money or value transfer services*, february 2016, (http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-RBA-money-value-transfer-services.pdf); ESMA, *Call for evidence Investment using virtual currency or distributed ledger technology*, 2015; EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Bitcoin Market, economics and regulation*, 2014; OCSE, *The Bitcoin Question – currency versus trust-less transfer technology*; F.M.I., *Virtual Currencies and Beyond*, 2016; EUROPEAN PARLIAMENT COMMITTE AND ECONOMYC AFFAIRS, *Public Hearing Virtual currencies*, 2016. Infine il fenomeno "bitcoin" è stato oggetto anche di una pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea del 22.10.2015, n. 264 (causa C-264/14), peraltro riguardante tematiche fiscali.

[4]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 – valute virtuali*, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie, sezione II – Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015.

[5]Il tema del *policy framework* in materia di valute virtuali viene ripreso anche da uno dei maggiori operatori, ovvero "*Ripple*". Ripple è una piattaforma informatica rigorosamente *open source*. L'idea di fondo è di offrire una alternativa all'intermediazione bancaria e far sì che ogni utente sia al contempo "banchiere di se stesso" grazie ad un sistema para-valutario. Il meccanismo prevede che chiunque possa fungere da banca garantendo il credito, basando il tutto su una fiducia che viene stabilita attraverso una sorta di sistema di feedback. La piattaforma, infatti, riconosce e tiene traccia degli utenti che hanno assunto debiti all'interno della piattaforma. Ogni utente in pratica, in maniera trasparente, indica quali sono gli utenti che godono della sua fiducia. Questi ultimi, potendo contare su questa investitura, potranno gestire operazioni che saranno coperte da altri. Ebbene, Ripple fornisce informazioni, sul suo sito internet, in merito al *regulatory framework*

Occorre comunque rilevare che lo sviluppo del fenomeno ha negli ultimi anni progressivamente accresciuto l'attenzione dei legislatori e delle Autorità di Vigilanza. A livello nazionale lo scorso anno Banca d'Italia si è occupata della tematica, nell'ambito di comunicazioni indirizzate ai soggetti vigilati. Ci si riferisce in particolare alla comunicazione del 30 gennaio 2015 denominata "valute virtuali"[6] e al *paper* recante "*Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali*"[7], con cui l'Autorità di Vigilanza ha fornito una definizione delle valute virtuali: le stesse devono considerarsi, a giudizio del regolatore, "*rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Le VV non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica*"[8]. La Banca d'Italia, con la medesima comunicazione, riprendendo studi comunitari sul tema, tra cui un parere dell'EBA[9], ha anche messo in luce alcuni elementi distintivi che individuano la maggior parte delle valute virtuali esistenti[10], informando gli operatori dei rischi che

applicabile in ciascun Stato in cui opera, senza menzionare alcunché con riguardo al mercato italiano. Da ciò può desumersi, *a contrario*, ancora una volta, che l'attività in Italia sia ritenuta libera.

[6]Cfr. BANCA D'ITALIA, Comunicazione del 30 gennaio 2015, cit..

[7]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali*, *Roma*, *30 gennaio 2015*", disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it.

[8]Cfr. BANCA D'ITALIA, Comunicazione del 30 gennaio 2015, cit., nota 5.

[9]Si fa riferimento a EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on virtual currecies*, *EBA/Op/ 2014/08*, 2014, disponibile sul sito internet dell'Agenzia europea.

[10]In particolare, le stesse possono essere create da un emittente privato (nel caso delle cc.dd. valute centralizzate) o, in via diffusa, da utenti che utilizzano software altamente sofisticati (nel caso delle cc.dd. valute decentralizzate). Non sono fisicamente detenute dall'utente, ma sono movimentate attraverso un conto personalizzato noto come "portafoglio elettronico" (c.d. e-*wallet*), che si può salvare sul proprio computer o su uno smartphone, o che può essere consultato via internet, al quale si accede grazie ad una password. Questi "portafogli elettronici" sono generalmente software, sviluppati e forniti da appositi soggetti (c.d. *wallet providers*). Esistono poi delle piattaforme di scambio, che offrono il servizio di conversione delle valute virtuali convertibili in moneta legale. Inoltre, possono essere acquistate con moneta tradizionale su una piattaforma di scambio ovvero ricevute online direttamente da qualcuno che le possiede, per poi essere detenute su un "portafoglio elettronico". Utilizzando questo portafoglio i titolari possono effettuare acquisti presso esercizi commerciali o persone fisiche che accettano le valute virtuali, effettuare rimesse in favore di altri soggetti titolari di portafogli di valute virtuali, nonché riconvertirle in moneta legale. Viene altresì rilevato da Banca d'Italia il fatto che i titolari dei portafogli elettronici e i soggetti

tale tipo di attività può comportare[11]. In particolare, la comunicazione del 30 gennaio 2015, nel fare presente l'intenzione di sottoporre in futuro a regolamentazione e vigilanza gli emittenti valute virtuali, invita gli intermediari, unici soggetti ai quali direttamente poteva rivolgersi a considerare che *"le concrete modalità di*

coinvolti nelle transazioni rimangono anonimi e le transazioni tramite le quali vengono trasferite sono tecnicamente irreversibili, nel senso che una volta fatta la transazione non è possibile chiederne l'annullamento.

[11]Banca d'Italia ha individuato anche alcuni rischi connessi all'operatività della maggior parte delle valute virtuali, quali la carenza di obblighi informativi e di presidi di trasparenza che, ad avviso dell'Autorità, rendono difficile reperire indicazioni affidabili per comprendere il funzionamento, i costi, il valore e i rischi di ciascun tipo di valuta virtuale. Viene evidenziata anche l'assenza di tutele legali e contrattuali analoghe a quelle che accompagnano le operazioni in valuta legale. Tra le criticità viene inoltre annoverata la circostanza che sovente le operazioni con valute virtuali non vengano supportate da un contratto né da procedure di reclamo e che le controparti sono anonime. Ulteriore elemento negativo risiede nel fatto che l'utilizzo o la conversione di valute virtuali sono soggetti a costi e commissioni non chiaramente indicati. Ancora, l'emissione e la gestione di valute virtuali, compresa la conversione in moneta tradizionale, sono attività non soggette a vigilanza da parte della Banca d'Italia né di alcuna altra autorità in Italia; conseguentemente non sussistono forme di tutela o garanzia delle somme "depositate". In particolare, per le somme in valuta virtuale depositate presso terzi non operano i tradizionali strumenti di tutela, quali i sistemi di garanzia dei depositi. Occorre altresì considerare che, secondo Banca d'Italia, la valuta virtuale archiviata nel "portafoglio elettronico" potrebbe andare persa a seguito di malfunzionamenti o attacchi informatici; anche in caso di smarrimento della password del portafoglio elettronico la perdita potrebbe essere permanente, in quanto non esistono autorità centrali che registrano le password o ne emettono altre sostitutive. Rileva al riguardo, a giudizio della Vigilanza, anche il fatto che l'accettazione di valute virtuali da parte dei fornitori di beni e servizi si basi sulla loro discrezionalità e/o su accordi che possono cessare in qualsiasi momento e senza alcun preavviso: pertanto, chi detiene somme denominate in valuta virtuale non ha alcuna certezza di poterle utilizzare per gli scopi programmati. Il valore delle valute virtuali è caratterizzato da una grande volatilità, anche a causa dei meccanismi di formazione dei prezzi (talora opachi) e dall'assenza di un'autorità centrale in grado di intervenire per stabilizzarne il valore. Tale circostanza può comportare perdite anche di rilevante entità in caso di detenzione di valuta virtuale. La rete di valute virtuali, infine, a giudizio di Banca d'Italia, può prestarsi a essere utilizzata per transazioni connesse ad attività criminali, incluso il riciclaggio di denaro; pur essendo le transazioni in valuta virtuale visibili, infatti, i titolari dei portafogli elettronici e, più in generale, le parti coinvolte possono generalmente rimanere anonimi; ciò potrebbe rendere necessario l'intervento delle autorità per chiudere le piattaforme di scambio impedendo l'accesso o l'utilizzo di eventuali fondi custoditi presso di esse. Inoltre, la natura decentralizzata delle reti di valute virtuali e l'assenza di regolamentazione fanno sì che il trattamento fiscale delle valute virtuali possa presentare incertezze e lacune, a cominciare dall'individuazione dello Stato beneficiario, dando vita a implicazioni imprevedibili per i soggetti coinvolti. Viene infine rilevato da Banca d'Italia il rischio che il pubblico possa confondere gli operatori di valute virtuali con intermediari vigilati. Si pensi, al riguardo, ai cc.dd. "*chioschi di valute virtuali*", che sono apparecchi, collegati ad Internet, che consentono di acquistare valute virtuali dietro versamento di valute aventi corso legale e, in alcuni casi, viceversa. Per quanto apparentemente simili, Banca d'Italia chiarisce che tali dispositivi non debbono in alcun modo essere ritenuti equivalenti ai cc.dd. "ATM", dal momento che "*non prevedono l'intervento di alcun intermediario autorizzato e vigilato e non garantiscono i presidi di sicurezza e le tutele legali delle ordinarie apparecchiature Bancomat*".

funzionamento degli schemi di VV possono integrare, nell'ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l'attività bancaria e l'attività di raccolta del risparmio; art. 131 ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)". La medesima nota si concludeva con l'invito agli intermediari a rendere edotti "*i clienti, persone fisiche o giuridiche, operanti nel settore delle VV, prima di intraprendere operazioni della specie con essi*". Con tale richiesta, dunque, la Banca d'Italia – come spesso usa fare quando intende diramare una propria presa di posizione sul mercato – rendeva indirettamente noto il proprio orientamento di chiusura rispetto alle valute virtuali anche alla clientela.

A livello comunitario, il fenomeno è stato più di recente oggetto di una Risoluzione del Parlamento Europeo del 26 maggio 2016 (Risoluzione n. 2016/2007), ove, peraltro, l'argomento viene approcciato con maggiore apertura rispetto a quanto avviene nella comunicazione di Banca d'Italia. Nell'ambito di tale documento, che, come noto, non è vincolante rientrando nel novero degli strumenti di *soft law*, prima di svolgere considerazioni sulle opportunità di una regolamentazione del settore, il Parlamento Europeo prende in esame i principali studi che si sono occupati della materia[12], per escludere che, al momento, le valute virtuali ab-

[12]In particolare, si ripercorre il fatto che non è ancora stata stabilita una definizione universalmente valida ma che le valute virtuali sono talvolta definite come denaro digitale e che l'EBA le considera *"rappresentazioni di valore digitali che non sono né emesse né da una banca centrale o da un ente pubblico né sono necessariamente legate a una valuta a corso legale, ma sono accettate da persone giuridiche e fisiche come mezzo di pagamento e possono essere trasferite, archiviate o scambiate elettronicamente*". Le valute virtuali sono basate principalmente su una tecnologia di registro distribuito (c.d. *distributed ledger technology*, "DLT"), che costituisce il fondamento tecnologico di oltre 600 sistemi di valuta virtuale nel mondo che facilitano lo scambio tra pari e dei quali il più noto è finora il "*bit-coin*", che è stato lanciato nel 2009 e detiene attualmente una quota di mercato quasi del 90% rispetto a tutte le valute virtuali basate sulla DLT e il cui valore di mercato in circolazione ammonti a circa 5 miliardi di euro. Considerando tale importo dunque, il volume di valuta virtuale scambiato nel mondo si approssima ad euro 6 miliardi. Si legge nella Risoluzione con riferimento al DLT che "*che la DLT include banche dati caratterizzate da diversi gradi di fiducia e resilienza e che è in grado di elaborare rapidamente grandi quantità di transazioni e ha la capacità di rivoluzionare non soltanto il settore delle valute virtuali, ma anche, più in generale, la tecnologia finanziaria – nell'ambito della quale la compensazione e il regolamento potrebbero costituire evidenti applicazioni – nonché altri settori*

biano assunto dimensioni sistemiche. Sia concesso al riguardo rilevare che, come sottolineato dalla letteratura economica[13], la nozione di dimensione sistemica nell'ambito della intermediazione bancaria e finanziaria è un concetto tutt'altro

al di là della finanza, in particolare per quanto concerne la dimostrazione dell'identità e della proprietà" Occorre altresì considerare "*che gli investimenti nella DLT sono parte integrante dell'attuale ciclo d'innovazione nell'ambito della tecnologia finanziaria e che ad oggi, tra finanziamenti in capitale di rischio e investimenti delle imprese, ammontano a più di un miliardo di EUR*". La risoluzione mette altresì in luce che il potenziale della DLT di accelerare, decentrare, automatizzare e standardizzare i processi basati sui dati a un costo inferiore potrebbe modificare profondamente le modalità di trasferimento delle attività e di tenuta dei registri, con conseguenze sia per il settore privato sia per quello pubblico, il quale è coinvolto a tre livelli: in qualità di prestatore di servizi, di supervisore e di legislatore; Interessante anche la l'analogia tra la tecnologia di registro distribuito (DLT), consistente in un insieme di nodi che partecipano a un sistema e condividono una banca dati comune, e il World Wide Web, definito come un insieme globale di risorse, unite tra loro in modo logico attraverso collegamenti ipertestuali; sottolinea che sia la DLT sia il www si basano su Internet, un sistema globale di reti interconnesse di elaboratori centrali, personal computer e computer senza fili.

[13] Le tematiche connesse alla necessità di individuare una definizione univoca di rischio sistemico non possono essere adeguatamente approfondite in questa sede. Si rinvia pertanto a VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti : rischio sistemico e tutela del risparmio*, Palermo, 2011; LAMANDINI, *Regolamenti europei istitutivi del comitato per il rischio sistemico e delle autorità europea di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari mercati*, in *Nuove leggi commentate,* 2/2012, 211-223; GOLINELLI - DE FALCO, *Le dinamiche comportamentali delle imprese tra rischio sistemico e orientamenti etici : un confronto internazionale sui risultati della ricerca CUEIM*, Verona, 2009; BANCA D'ITALIA, *Risposta alla consultazione pubblica della Commissione europea sulla revisione del quadro normativo a supporto della politica macro-prudenziale dell'Unione europea*, disponibile al link *https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/rispostaconsultazioneeuropea/BdI_ response_to_EU_ COMM_ consultation.pdf;* BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria 1/2016*, sul sito https://www.bancaditalia .it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2016-1/RSF-1-2016.pdf#page=11; LI – ZINNA, *Il rischio di credito bancario: sistemico o idiosincratico? Evidenza dagli Stati Uniti e dal Regno Unito*, in *Temi di discussione (working papers)* di *Banca d'Italia,* n. 951, 2014 (https://www.bancaditalia .it/pubblicazioni/temi-discussione/2014/2014-0951/en_tema_951.pdf); ANDENAS - HADJIEM MANUIL, *Banking Supervision, the Internal Market and European Monetary Union*, in Andenas e altri, *European Economic and Monetary Union: The Institutional Framework*, London, 1997,pp. 403-404, "*it could be argued that the words 'prudential supervision' are meant to cover, in addition to the definition and implementation of Prudential standards intended to prevent failures of financial institutions, polizie relating to deposit insurance, rules of market organisation or conduct-of-business rules, the regulation of payment systms and lending of last resort"*; CIARDI, *La vigilanza nell'era della BCE*, in Belli –Santoro (a cura di), *La Banca Centrale Europea*, Milano, 2003, pp. 484-485; CARBONETTI, *Banca Centrale europea e vigilanza bancaria*, in *Brozzetti – Santoro* (a cura di), *Le direttive comunitarie in materia bancaria e l'ordinamento italiano*, Milano, 1990, p. 145; DE BOISSIEU, *Banking fragility, Monetary policy and Supervision. Comments*, in *Giornale degli Economisti e annali di economia*, 1992, p. 512. PADOA-SCHIOPPA, *The Eurosystem and Financial stability*, in *www.ecb.int*, Bruxelles, 2000; ALVARO – SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, con prefazione a cura di C. Angelici, *in Quaderni Giuridici Consob*, n. 10, 2016; ANGELINI, *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, in *Questioni di Economia e finanza, Occasional Paper di Banca d'Italia*, n. 271, 2015, disponibile al link: https://www. bancaditalia.it/ pubblicazioni/qef/ 2015-271/QEF_271_ITA.pdf?language_id=1.

che oggettivo, che si presta ad opinabili valutazioni e a difficili "categorizzazioni" *ex ante*, tenuto conto che nel mondo, ad oggi, vengono intermediati da valute virtuali più di sei miliardi di euro. Pure essendo vero che i dati sulle valute virtuali hanno ad oggetto l'operatività delle stesse su scala mondiale e non possono essere raffrontati con volumi relativi a soggetti che operano solo in Italia, si tratta di un controvalore, per dare un ordine di grandezza, assolutamente in linea con il totale attivo di una banca che, a livello domestico, presenta dimensioni non trascurabili. Si pensi al fatto che, ad esempio, la crisi di Banca Etruria, intermediario con un totale attivo pari a circa due miliardi e mezzo di euro e ritenuto da Banca d'Italia non sistemico, ha finito invero per produrre effetti tangibili sul sistema finanziario italiano. Per tali ragioni una siffatta considerazione, senza potere entrare nel tema di che cosa debba intendersi per dimensione sistemica, deve essere senz'altro valutata *cum grano salis*. Inoltre, occorre considerare che, se pare condivisibile la tesi secondo cui il controvalore di valute virtuali scambiato non ha ancora assunto a livello mondiale dimensioni significative, ciò non vuole dire che alcune valute virtuali, come nel caso di Sardex Spa, per la Sardegna, possano avere impatti assolutamente significativi sull'economia della regione in cui operano. Il Parlamento Europeo - che, come detto, si pone in maniera assolutamente più favorevole nei confronti di tale industria rispetto a quanto non avesse fatto Banca d'Italia un anno prima - individua alcuni aspetti positivi delle valute virtuali tra cui ad esempio, l'abbassamento dei costi di transazione e, soprattutto, benefici in termini di "inclusione finanziaria"[14], ovvero la possibilità di raggiungere segmenti di clientela che, pur non disponendo di un conto corrente bancario tradizionale su cui operare, è bisognosa di micro-finanziamenti e di servizi di pagamento[15].

[14]Analogamente a quanto in certe zone del mondo è accaduto grazie al microcredito. Sia consentito, al riguardo, fare rinvio sul tema del microcredito e della sua importanza per la inclusione finanziaria a YUNUS, *Il banchiere dei poveri*, 1998; ID., *Un mondo senza povertà*, 2008. Sul tema dell'inclusione finanziaria si veda anche BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Payment aspects of financial inclusion*, 2016.

[15] In particolare, un primo aspetto positivo del fenomeno delle valute virtuali si rinviene senz'altro nell'abbassamento dei costi per gli utenti. In particolare, viene sottolineato anche dal Parlamento Europeo, che le valute virtuali potranno determinare "*una riduzione dei costi di transazione e dei*

Tanto premesso sui benefici delle valute virtuali, anche il Parlamento Europeo mette in evidenza che tali sistemi danno luogo a criticità, pur significative, che dovranno essere affrontate nei prossimi anni. In linea con quanto detto da Banca d'Italia è stato fatto riferimento, in primo luogo, all'elevata volatilità delle valute virtuali e al rischio di bolle speculative; si è accennato, inoltre, come evidenziato dalla letteratura giuridica, agli impatti sui profili civilistici, quali quelli connessi all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie che avvenga mediante tali schemi valutari[16].

In conclusione il Parlamento Europeo, pur non ritenendo ancora opportuni, allo stato, interventi regolatori[17], invita la Commissione Europea a monitorare il fenomeno, al fine di individuare il *timing* più opportuno per introdurre una disciplina, adottando un approccio normativo "*proporzionato a livello di UE, in modo*

costi operativi per i pagamenti e, in particolare, il trasferimento transfrontaliero di fondi, che probabilmente scenderebbero ben al di sotto dell'1%, rispetto al tradizionale 2-4% dei sistemi di pagamento online tradizionali e a una media di oltre il 7% per il trasferimento delle rimesse transfrontaliere, con un conseguente calo, secondo una stima ottimistica, dei costi totali delle rimesse a livello globale fino a 20 miliardi di euro". L'utilizzo delle valute virtuali non determina un abbassamento dei costi solamente per gli utenti: attualmente, la compensazione, il regolamento e altri processi di gestione post negoziazione costano al settore finanziario globale ben oltre 50 miliardi di euro all'anno e che in tale ambito e in quello dei processi di riconciliazione bancaria l'impiego della DLT potrebbe consentire grandi innovazioni in termini di efficienza, rapidità e resilienza. Un ulteriore effetto positivo dello sviluppo delle valute virtuali, che deriva anche dall'abbassamento dei costi per il cliente finale e che, sotto questo profilo possono essere accostate alle finalità e ai principi del microcredito, è quello di favorire la c.d. "inclusione finanziaria". Secondo la Risoluzione, una riduzione del costo di accesso ai finanziamenti anche in assenza di un conto bancario tradizionale può favorire e il conseguimento dell'obiettivo "5x5" del G20 e del G8. La Risoluzione individua tra i pregi anche l'impiego di tali sistemi per sviluppare soluzioni sicure di micro-pagamento online che rispettino la riservatezza individuale, i quali potrebbero verosimilmente sostituire alcuni degli attuali modelli commerciali online che costituiscono un problema significativo per la riservatezza individuale; la possibilità di prevedere la fusione di diversi tipi di meccanismi di pagamento tradizionali e innovativi, dalle carte di credito alle soluzioni mobili, in un'unica applicazione sicura e di facile impiego, il che potrebbe favorire alcuni aspetti del commercio elettronico in Europa e approfondire il mercato unico; Occorre inoltre aggiungere, sempre per evidenziare i pregi di tali nuovi sistemi di valute virtuali, il fatto che le stesse siano facili e veloci nell'utilizzo e siano al contempo in grado di consentire "*un elevato grado di riservatezza, senza però l'anonimato totale, in modo da consentire, in una certa misura, la tracciabilità delle transazioni in caso di illeciti e un miglioramento della trasparenza per i partecipanti al mercato in generale*".

[16]Per un'analisi degli impatti civilistici dell'operatività delle valute virtuali si veda CALAPRICE, *op. cit.*; CAPACCIOLI, *op. cit.*.

[17]Il Parlamento Europeo sostiene che la stessa non potrebbe "*essere adattata a una realtà ancora in evoluzione, dal momento che potrebbe trasmettere al pubblico un messaggio errato sui vantaggi o la sicurezza delle monete virtuali*".

da non soffocare l'innovazione o aggiungere costi superflui in questa fase iniziale, pur affrontando seriamente i problemi di ordine normativo che potrebbero sorgere con l'uso diffuso delle valute virtuali".

Nel frattempo, ovvero sino a che il fenomeno non assumerà "dimensione sistemica", l'orientamento delle Istituzioni Europee pare dunque essere quello di non introdurre *ex novo* una disciplina specifica bensì di estendere l'applicazione di preesistenti normative europee di settore anche al fenomeno delle valute virtuali[18]. A conferma di tale tendenza, la Commissione Europea, in data 5 luglio 2016 (testo normativo n. 2016/0208), ha adottato in bozza una direttiva[19] volta, per quanto qui interessa, ad estendere parti della disciplina comunitaria in materia di antiriciclaggio alle transazioni eseguite tramite valute virtuali[20]. Il testo della direttiva, vista con favore anche dall'EBA[21], introdurrà, qualora dovesse divenire definitiva la norma contenuta nell'ultima bozza disponibile, ovvero quella del 14 novembre 2016[22], l'obbligo degli Stati membri di "registrare" a fini antiriciclaggio i

[18]Nella Risoluzione con riguardo a tale aspetto si fa in particolare riferimento all'opportunità di rendere applicabili anche alle valute virtuali il Regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR"), il Regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR"), la direttiva 98/26/CE ("SFD"), la direttiva 2014/65/UE ("MiFID"), il regolamento n. 600/2014 ("MiFIR"), la direttiva 2009/65/UE ("OICVM") nonché la direttiva 2001/61/UE ("GEFIA"). Il Parlamento raccomanda anche alla Commissione di eseguire una valutazione globale approfondita sulle valute virtuali e, sulla base di tale valutazione, prevedere, se del caso, una revisione della normativa UE in materia di pagamenti, comprese la direttiva sui conti di pagamento, la direttiva sui servizi di pagamento e la direttiva sulla moneta elettronica, alla luce delle nuove possibilità offerte dalle innovazioni tecnologiche, tra cui le valute virtuali.

[19]*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing and amending Directive 2009/101/EC*.

[20]Nel comunicato stampa della Commissione Europea si legge: "*tackling terrorist financing risks linked to virtual currencies: to prevent misuse of virtual currencies for money laundering and terrorist financing purposes, the Commission proposes to bring virtual currency exchange platforms and custodian wallet providers under the scope of the Anti-Money Laundering Directive. These entities will have to apply customer due diligence controls when exchanging virtual for real currencies, ending the anonymity associated with such exchanges*".

[21]"*In an Opinion issued 11 August 2016, the EBA welcomed the Commission's proposal to bring virtual currency exchange platforms and custodian wallet providers within the scope of the 4th Anti-Money Laundering Directive. The Authority also makes several recommendations aimed at supporting the consistent pan-EU implementation and supervision of the proposals that the Commission had published on 5 July 2016*".

[22]Si tratta della versione della Direttiva disponibile sul sito internet eur-lex al link http://eur-lex.europa.eu/procedure/DE/2016_208.

soggetti che operano nell'industria delle valute virtuali[23]. Inoltre, i soggetti che operano con valute virtuali dovranno essere inseriti in un *database* centrale[24].

Analogamente, sulla base di quanto si desume da un articolo di una rivista *on line* del settore[25], sembrerebbe in fase di pubblicazione anche una bozza di norma comunitaria volta a rendere applicabile lo statuto introdotto con la *Payment Service Directive*, ovvero la Direttiva n. 2007/64/EC, come modificata da ultimo dalla direttiva 2015/2366, ai soggetti emittenti valute virtuali.

Ripercorso lo stato dell'arte circa la regolamentazione del fenomeno e la sua possibile evoluzione, deve sottolinearsi che uno degli aspetti cruciali, evidenziato sia da Banca d'Italia che dal Parlamento Europeo, risiede nell'assenza di forme tradizionali di vigilanza nei confronti dei soggetti che svolgono tale attività. Ebbene, in base a quanto si è potuto esaminare, il problema se sia o meno opportuno sottoporre a vigilanza tali soggetti pare, come visto, di recente superato in favore della necessaria sottoposizione a regolamentazione. L'oggetto dell'indagine si ritiene debba, invece, spostarsi sui contenuti che tale regolamentazione dovrebbe avere e, in particolare, sull'individuazione delle specifiche attività tra quelle che oggi si considerano appartenenti al mondo delle valute virtuali che

[23]In particolare, si sostiene che "*Member States shall ensure that providers of exchange services between virtual currencies and fiat currencies, and custodian wallet providers, are registered, that currency exchange and cheque cashing offices, and trust or company service providers are licensed or registered, and that providers of gambling services are regulated*".

[24]Nello specifico, "*The report shall be accompanied, if necessary, by appropriate proposals, including, where appropriate, with respect to virtual currencies, empowerments to set-up and maintain a central database registering users' identities accessible to FIUs, as well as self-declaration forms for the use of virtual currency users*".

[25]Ci si riferisce al "*European Digital Currency & Blockchain Technology Forum*" - EDCAB. Sul sito si legge che "*EDCAB can now reveal the Commission's plans to go beyond bringing exchanges under the 4th Anti-Money Laundering Directive. Official documents, seen by EDCAB, confirm the Commission's intention of ... applying the licensing and supervision rules of the Payment Services Directive ... to virtual currency [exchanges and ...] "wallet providers". The Commission's virtual currency proposals are in response to last November's call by the European Council to take action on virtual currencies and follow last week's public hearing on virtual currencies in the European Parliament". EU policy-makers and legislators, the European Commission and supporting institutions, and EU regulators all have virtual currencies on their current agenda. EDCAB, the only Brussels-based independent public policy platform focused on virtual currencies and distributed ledger technology, is actively engaged in dialogue with MEPs and all European Commission directorates*".

debbano essere riservate a operatori autorizzati e, ancora, quali deroghe debbano essere riconosciute a favore dei cc.dd. "emittenti valute virtuali locali"[26].

Nel presente contributo ci si sofferma sui profili regolamentari connessi alla valuta virtuale denominata *sardex*[27], nata in Sardegna e recentemente approdata in molte regioni italiane. Non può trascurarsi, al proposito, che, in seguito alle recentissime evoluzioni della posizione delle Istituzioni comunitarie sull'argomento, anche l'orientamento iniziale di chiusura di Banca d'Italia sembra infine avere as-

[26]Il Parlamento raccomanda di usare "estrema cautela" nella definizione delle valute virtuali in qualsiasi proposta legislativa futura, al fine di "tenere debitamente conto", ovvero escludere dalla definizione e, dunque, dal *framework* normativo di riferimento, le "valute locali" di natura non lucrativa, spesso caratterizzate da una fungibilità limitata. Viene in conclusione invocata la costituzione di una *task force*, guidata dalla Commissione e composta da esperti tecnici ed esperti di regolamentazione, al fine di: i) fornire le competenze tecniche e normative necessarie nei vari settori delle pertinenti applicazioni basate sulla DLT, riunire le parti interessate e sostenere gli attori pubblici competenti, a livello di UE e degli Stati membri, negli sforzi volti a monitorare l'utilizzo della DLT a livello europeo e mondiale; ii) favorire la sensibilizzazione e analizzare i benefici e i rischi – anche per gli utenti finali – delle applicazioni basate sulla DLT al fine di sfruttare al massimo il loro potenziale, anche attraverso l'identificazione di un nucleo di caratteristiche dei sistemi DLT favorevoli all'interesse generale, come norme aperte non proprietarie, e l'identificazione delle norme emergenti relative alle migliori pratiche; iii) sostenere una risposta tempestiva, fondata e proporzionata alle nuove opportunità e sfide legate all'introduzione di importanti applicazioni basate sulla DLT, anche attraverso una tabella di marcia delle misure che dovranno essere adottate a livello di UE e degli Stati membri, che includerebbe una valutazione della regolamentazione europea esistente al fine di aggiornarla in risposta all'utilizzo significativo e sistematico della DLT, affrontando, se del caso, anche le questioni relative alla protezione dei consumatori e le questioni di natura sistemica; iv) elaborare prove di stress per tutti gli aspetti pertinenti delle valute virtuali e degli altri sistemi basati sulla DLT che raggiungono un livello di utilizzo che conferisce loro un'importanza sistemica per la stabilità. Viene anche sottolineato che, nell'uso delle valute virtuali, la consapevolezza dei consumatori, la trasparenza e la fiducia sono importanti. Il Parlamento invita anche la Commissione a elaborare orientamenti, in collaborazione con gli stati membri e il settore delle valute virtuali, con l'obiettivo di garantire che agli utenti attuali e futuri delle valute virtuali siano fornite informazioni corrette, chiare e complete, per consentire loro di compiere scelte pienamente informate e accrescere in tal modo la trasparenza dei sistemi di valute virtuali riguardo al modo in cui sono organizzati e gestiti e alle caratteristiche che li distinguono, in termini di protezione dei consumatori, dai sistemi di pagamento regolamentati e sottoposti a vigilanza.

[27]Con riferimento alla valuta sardex si vedano AMATO –FANTACCI, *Moneta complementare*, Milano, 2014, che, tra l'altro, descrivono anche il Sardex, identificandolo come un circuito di credito commerciale nato nel gennaio 2010 in cui le aziende che decidono di entrare a far parte di tale realtà mettono a garanzia un *plafond* di beni e servizi; POSNETT, *The Sardex factor - When the financial crisis hit Sardinia, a group of local friends decided that the best way to help the island was to set up a currency for scratch*, Financial Times, 2015; GILIOLI, *Così il sardex conquista l'Italia*, in l' *Espresso*, 2016. Tale rete nasce indubbiamente con lo scopo di "risollevare" il tessuto economico di una regione che ha risentito della crisi finanziaria e si iscrive, pertanto, nel solco delle valute virtuali locali che la Risoluzione del Parlamento Europeo intenderebbe esentare dalla nuova regolamentazione.

sunto toni di maggiore apertura[28]: è significativo il fatto che Sardex S.p.A. sia stata invitata, lo scorso 21 maggio, a fornire una testimonianza sulla propria attività in Banca d'Italia, in occasione della presentazione della "Relazione annuale sull'economia della Sardegna per l'anno 2015".

2. Sardex[29], che nasce nel 2009 in Sardegna come una start-up regionale, si è sviluppata pressoché in tutta Italia ed è oggi partecipata anche da intermediari bancari e finanziari[30]. La società ha ideato e gestisce il "Circuito di Credito Commerciale" e altri undici circuiti regionali, con l'intento di essere presente in tutta Italia entro il 2017 e all'estero a partire dal 2018[31]. La società che gestisce il

[28]Sia pure non con riferimento diretto alle valute virtuali quanto, piuttosto, alla tecnologia *blockchain*, che è comunque parte integrante del funzionamento delle principali valute virtuali tra cui, ad esempio, Bitcoin. Sul punto v., nell'ambito di un convegno organizzato dall'Autorità di Vigilanza lo scorso 21 giugno, VISCO, *La tecnologia blockchain, nuove prospettive per i mercati finanziari*, 2016, il quale sottolinea l'approccio neutrale assunto dal regolatore. Sul tema v. anche AMETRANO, *About bitcoin and blockchain, a cultural paradigm shift, disponibile al link https://speakerdeck.com/nando1970/about-bitcoin-and-blockchain-1*.; BRAMBILLA, *Banca d'Italia dà il nulla osta alla esplorazione del Bitcoin*, 2016.

[29]Le informazioni riportate nel presente paragrafo sono acquisite dal sito internet di Sardex e in particolare dal documento denominato "*Sardex.net, company profile*" e dal Codice Etico della società, documenti entrambi reperibili nel sito internet della società. Inoltre altre informazioni sono state acquisite esaminando l'intervento fatto da un dirigente di Sardex in Banca d'Italia lo scorso maggio, reperibile al link https://www.youtube.com/watch?v=KSmzesZQug8 e alla puntata del programma televisivo report dedicato alle valute virtuali, reperibile al link https://www.youtube.com/watch?v=po4Ch_1jk6g. Gli autori non hanno potuto consultare i documenti di adesione degli aderenti e la documentazione contrattuale che regola l'attività, per quanto richiesta alla società.

[30]Nel 2011 è entrato nella compagine azionaria il fondo di investimento lussemburghese Digital Investments. Con l'ingresso del fondo la società ha rafforzato, nel biennio 2012/13, la propria posizione in Sardegna e avviato, a partire dal 2014, il progetto di replicabilità del modello in numerose regioni della penisola. Nel 2016 Sardex S.r.l. diventa Sardex SpA e chiude un *round* da 3 milioni di euro per lo sviluppo del proprio nuovo piano industriale avente *inter alia* ad oggetto l'ampliamento dell'operatività nella sede centrale di Serramanna, l'apertura di una sede di rappresentanza a Milano, il rafforzamento dell'organigramma, l'avvio di nuove geografie e il lancio dei nuovi prodotti rappresentano, insieme al consolidamento di quanto costruito negli ultimi 5 anni. Contestualmente al varo del nuovo piano industriale viene costituita una nuova divisione interna, il c.d. "SardexLab", che si occuperà di ricerca e sviluppo in ambito fintech con il compito di avviare la progettazione dei nuovi tools ideati per i Circuiti di Credito Commerciale, l'avviamento dei progetti pilota legati ai nuovi prodotti fintech e l'avvio dei processi di integrazione di tecnologie legate alla blockchain. Di recente (aprile 2016) è stata acquisita una partecipazione rilevante nella società anche da parte di Banca Sella Holding (pari al 5% circa).

[31]In base a quanto risulta dalla documentazione esaminata, il riassetto organizzativo dell'azienda avviato nel 2016 dovrebbe comprendere la separazione tra la Capogruppo, che svolgerà funzione di holding operativa, e il Circuito regionale sardo e gli altri circuiti regionali, che saranno scorporati e gestito come una qualsiasi società controllata.

circuito Sardex è una società per azioni di diritto comune, che non dispone di un'autorizzazione amministrativa abilitante poiché, come visto, la gestione delle valute virtuali è al momento considerata un'attività libera[32]. Sardex, conseguentemente, non è sottoposta a specifici requisiti prudenziali, ad esempio in materia di adeguatezza patrimoniale, di *governance* e di utilizzo della leva finanziaria né a regole di condotta da osservare nella gestione dei rapporti con la clientela. Del pari, sotto il profilo dell'organizzazione interna, la società non dispone di uffici che la disciplina di vigilanza ritiene necessari per il funzionamento degli intermediari che svolgono attività riservate quali, ad esempio, della funzione di *compliance*, la cui presenza consentirebbe di presidiare il rischio che la società non svolga in concreto e abusivamente attività riservate. Non è presente, allo stesso modo, un ufficio di *risk management*, dal momento che, tra le varie cose, la società non è vincolata agli obblighi di calcolo del patrimonio di vigilanza e alla quantificazione dei singoli rischi connessi allo svolgimento dell'attività. Conseguentemente, l'unico indice di solidità patrimoniale che il mercato può considerare per "valutare" Sardex è, al pari delle altre società di diritto comune, il capitale sociale e i dati che risultano dal bilancio civilistico della società. L'impresa risulta invece essersi volontariamente sottoposta alla disciplina dettata in materia di antiriciclaggio[33], così di fatto anticipando, in questo caso in maniera virtuosa, le modifiche alla disciplina comunitaria che prescriveranno, come visto, a tutti i gestori di valute virtuali l'applicazione della disciplina in materia di *anti money laundering*[34].

[32]Sotto il profilo della *governance*, Sardex è una società per azioni che adotta il sistema di amministrazione e controllo tradizionale. Il Consiglio di Amministrazione è formato da sette componenti. La gestione aziendale è rimessa ad un Amministratore delegato e ad un Direttore Generale a cui riportano tutte le direzioni aziendali. La struttura presenta un'area amministrazione e finanza, a cui riportano l'ufficio legale, la gestione crediti, la segreteria e le risorse umane, le aree broker e marketing-comunicazione e, infine, un ufficio che si occupa di ricerca applicata allo sviluppo di nuovi prodotti in ambito Fintech.

[33]Cfr. Codice Etico Sardex Spa, Versione 1.1 del 25.10.2016, disponibile al seguente link http://www.sardex.net/assets/files/codice-etico.pdf.

[34]Si legge infatti nel codice etico che "*La Sardex SpA e le sue Controllate e Partecipate, in maniera volontaria e senza alcuna responsabilità e/o obbligo di legge, scelgono di esercitare la propria attività impegnandosi a rifiutare di porre in essere operazioni che possano risultare ai propri occhi sospette sotto il profilo della correttezza e della trasparenza, sia in materia di rispetto*

Venendo all'attività esercitata, Sardex è un circuito c.d. di credito commerciale, ovvero una sorta di piattaforma integrata di pagamenti tra gli aderenti progettata per facilitare le relazioni tra soggetti economici operanti inizialmente solo in Sardegna. Lo scopo dichiarato del circuito è di riconnettere le piccole imprese del territorio, erogando strumenti di pagamento e di credito "paralleli e complementari a quelli tradizionali".

L'impresa che intende aderirvi, solitamente caratterizzata da condizioni di illiquidità temporanea, chiede al gestore di essere ammesse al circuito; Sardex, dopo avere effettuato una valutazione del valore dei beni e dei servizi oggetto dell'impresa che l'imprenditore può apportare al circuito[35], le riconosce un credito in Sardex, che consente di scambiare ciò che produce con gli altri imprenditori aderenti. Al 30 settembre 2016 risultano più di 4.000 piccoli imprenditori aderenti al circuito, in molti casi *start-up*. Per dare un esempio pratico, la società "Alfa", aderente al circuito, attiva nel settore lattiero caseario, può acquistare macchinari da un altro imprenditore "Beta", anch'egli aderente al circuito, senza corrispondere il prezzo per l'acquisto di tali beni; a sua volta, l'imprenditore "Alfa" si rende disponibile a scambiare nel circuito i formaggi che produce con il ristoratore "Gamma", anche in questo caso senza ottenere il pagamento del prezzo dovuto. Sotto un profilo economico pare configurarsi, dunque, un reciproco finanziamento tra imprenditori aderenti. Per quanto anche tale aspetto dell'operatività di Sardex meriterebbe di essere approfondito, in questa sede l'analisi prosegue concentran-

della vigente normativa fiscale e contabile che in materia di antiriciclaggio o illeciti di altra natura". La società pare avere in qualche modo tenuto in considerazione il rischio che la propria attività sia in procinto di divenire riservata o che, quantomeno, sia oggetto di attenzione da parte delle Autorità di Vigilanza: il codice etico dedica un articolo rubricato "Relazioni con le Istituzioni e con le Autorità di Vigilanza", ove si legge che – "*la Sardex SpA e le sue Controllate e Partecipate curano le relazioni con le istituzioni pubbliche in base ai principi di integrità, correttezza e professionalità. I rapporti con le istituzioni sono finalizzati a conoscere e valutare le implicazioni dell'attività legislativa e amministrativa nelle attività della Sardex SpA e a renderne nota la posizione rispetto a temi rilevanti per il Gruppo. La Sardex SpA e le sue Controllate e Partecipate individuano e definiscono i canali di comunicazione con tutti gli interlocutori istituzionali, a livello locale, nazionale e internazionale*".

[35]Anche l'aspetto della valutazione dei beni è un tema che, pur esulando dalla presente analisi, meriterebbe un approfondimento.

dosi sull'operatività del gestore e non dei suoi aderenti.

Tornando al meccanismo con cui Sardex opera, i corrispettivi dovuti da un'impresa aderente vengono soltanto virtualmente addebitati alla stessa mediante regolamento in valuta virtuale su di un apposito conto online gestito dalla società di gestione. Ad una data scadenza – secondo quanto risulta, si va da un periodo di novanta giorni ad un anno – o qualora un imprenditore del circuito venga sottoposto a procedura concorsuale, i debiti e i crediti che nel frattempo vengono compensati tra gli aderenti sono trasformati in euro, con un rapporto di cambio uno ad uno, e divengono dunque liquidi ed esigibili. In caso di fallimento di un aderente, peraltro, sembrerebbe che gli altri imprenditori che vantano nei suoi confronti crediti in valuta Sardex possano rivolgersi al gestore del circuito per ottenere il soddisfacimento dei propri crediti in forza di un rapporto di garanzia; sarà poi il gestore ad insinuarsi al passivo dell'imprenditore fallito per recuperare quanto corrisposto a favore dei creditori aderenti.

Il funzionamento del circuito di credito commerciale viene ricondotto dalla società che lo gestisce all'istituto della permuta[36], dal quale tuttavia evidentemente differisce se si considera che, mentre in base all'art. 1552 del codice civile, tale contratto tipico[37] configura uno scambio sinallagmatico di beni o servizi, nel

[36]Dai documenti esaminati i fondatori dichiarano di rifarsi all'istituto codicistico della permuta; le transazioni in valuta sardex sono peraltro soggette ad imposizione fiscale secondo lo schema della permuta.

[37] L'istituto della permuta è disciplinato dall'art. 1552 del codice civile che lo definisce come "*il contratto che ha per oggetto il reciproco trasferimento della proprietà di cose, o di altri diritti, da un contraente all'altro*". Per una disamina delle caratteristiche dell'istituto anche rispetto ad altri contratti si vedano CAPOZZI, *Compravendita, riporto, permuta, contratto estimatorio, somministrazione, locazione*, in *Dei singoli contratti*, Milano, 1988; COTTINO, *Del riporto, della permuta*, Bologna, 1970; CALVO, *La complessità della permuta nel prisma delle prelazioni legali*, in *Riv. Trim. di Diritto e Procedura Civile*, 1/2016, p. 1, nel quale l'Autore individua la giustificazione causale dell'istituto nell' "acquisto — che realizza la funzione commutativa del vincolo — di altro diritto o cosa considerati dall'autonomia delle parti come fungibili ed equivalenti"; GAZZONI, *Manuale di diritto privato*[14], 2009, p. 1130, che individua la struttura della permuta in un contratto consensuale ad effetti reali che, al pari della vendita, può anche produrre effetti obbligatori strumentali, nel quale però – peculiarità che differenzia la permuta dalla vendita – "le parti scambiano una cosa o un diritto contro altra o altro diritto, effettuando effettuano cioè quel che in termini di comune linguaggio si denomina baratto". Sui possibili effetti obbligatori della permutaCIAN – TRABUCCHI, *Commentario breve al codice civile*[7], a cura di G. Cian, 2005, p. 1907, specifica che la permuta non ha necessariamente effetti reali ma può avere

caso del circuito lo scambio di beni non si realizza in maniera reciproca tra due o più parti in quanto l'imprenditore "Beta" che riceve il bene da "Alfa" non scambia a sua volta i suoi beni o servizi necessariamente con tale ultimo imprenditore ma può effettuare tale scambio con tutti gli altri imprenditori aderenti al circuito. Ebbene, non essendo identificabile il presupposto della corrispettività necessaria propria del contratto tipico di permuta, il circuito Sardex si identifica piuttosto come un sistema di accordi al contempo plurilaterale, tra gli aderenti, e bilaterale, con il gestore, nel complesso riconducibile alla fattispecie atipica, sempre della famiglia del "baratto", del c.d. "barter"[38]. Il *barter* o *corporate barter* o, ancora,

un'efficacia meramente obbligatoria, in tal caso l'effetto traslativo non è immediato e conseguente al semplice consenso delle parti legittimamente manifestato, ma sarà differito e dipenderà da ulteriori eventi, come l'acquisto della cosa da parte di un permutante o la venuta ad esistenza della cosa medesima. Risulta perciò ammissibile anche la permuta di cosa futura purché l'esistenza della cosa futura non sia solo eventuale, in tal senso si esprime anche CAGNASSO, *La permuta*, in *Tratt. Rescigno*, 1984. Per un approfondimento sull'elemento caratterizzante la permuta si rinvia a GALGANO, *Diritto civile e commerciale*[4], II, 2004, p. 42, il quale identifica nel "*prezzo in denaro l'elemento che distingue la vendita dalla permuta, nella quale del diritto da un contraente all'altro ha per corrispettivo non una somma di denaro, ma il trasferimento di un altro diritto*" e individua perciò la causa della permuta, non nello scambio di cosa con prezzo ma nello scambio di cosa con cosa o di cosa con diritto o di diritto con diritto. In tal senso si veda anche BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, 1993, p. 1147; MIRABELLI, *Dei singoli contratti*, in *Comm. cod. civ.*, vol. IV, 1968; RICCA, *voce Permuta*, in *Enc. Dir.*, 1977, il quale tra l'altro esprime dei dubbi sulla possibilità d'inquadrare nello schema della permuta i contratti in cui le parti si obbligano secondo lo schema del "*do ut facias"*; GIANNATTASIO, *La permuta*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, 1960, XXIV, p. 245, mette in rilievo invece che il contratto di permuta è generalmente a forma libera, tuttavia se ha ad oggetto un immobile dovrà avere secondo le norme generali forma scritta, gravando su entrambi i permutanti l'onere di trascrivere il proprio acquisto, tale onere sussisterà anche quando solo uno dei beni sia un immobile.

[38]Il *corporate barter* può essere identificato come un circuito gestito e regolato da un mediatore in cui molteplici imprese ad esso associate comprano beni e servizi disponibili nel circuito assumendo un debito (che non produce interessi) nei confronti del mediatore che compenseranno successivamente con la vendita di beni e servizi propri. La diffusione del *barter* nel mondo è in costante ed esponenziale crescita, come risulta dagli ultimi dati rilevati nel 2006, in base ai quali oltre 1.000.000 di aziende utilizzerebbero questa forma di *business*, con un incremento medio annuo degli scambi al 19% negli ultimi tre anni. Secondo quanto risulta da informazioni di stampa, in Italia il *corporate barter* viene introdotto per la prima volta nel 2001 dalla società bresciana "BexB", che ad oggi, con oltre 2700 imprese affiliate e con oltre 250 milioni di euro di valore di beni e servizi intermediati, resta ancora il network di *barter* più grande in Italia. Soffermandoci sul concetto di *barter*, o *corporate barter* o *barter trading*, si deve innanzitutto precisare che, pur corrispondendo al termine italiano baratto e, quindi, all'antica pratica dello scambio di merci, se ne discosta per una configurazione dei rapporti tra le parti ben più moderna. La caratteristica innovativa è individuata proprio nella multilateralità delle parti coinvolte: la transazione commerciale non si limita a un mero scambio di merci o servizi di tipo bilaterale (come nella c.d. permuta), bensì prevede l'assunzione di crediti, da parte di chi vende, e debiti, da parte di chi

barter trading, è un contratto plurilaterale atipico con cui più soggetti si scambiano vicendevolmente beni o servizi concludendo le relative operazioni mediante compensazione reciproca, in presenza di una c.d. *barter company*[39], in questo caso Sardex, la quale gestisce il circuito e regola tutte le operazioni in valuta virtuale. Nell'ambito delle possibili specie di *barter* che l'ordinamento conosce, il caso di Sardex pare configurare, a ben vedere, un *barter* "totale", nel senso che tutti i contratti tra gli imprenditori del circuito sono conclusi in valuta virtuale, "multilaterale", in quanto vi sono più aderenti al circuito che negoziano tra loro non necessariamente in forma bilaterale[40], e "contestuale", nel senso che il regolamento

acquista, direttamente nei confronti del circuito, che possono essere saldati rispettivamente con l'acquisto e la vendita di beni e servizi nello stesso circuito in un tempo successivo. Questo meccanismo consente la fluida circolazione degli scambi nel circuito. Specie nel mondo anglosassone si sono sviluppati veri e propri circuiti, tanto più efficienti quanto più allargati, in particolare in presenza di situazioni di grave crisi economica e di fronte a fenomeni di iperinflazione, come durante la grande crisi monetaria argentina, oppure in caso di crisi produttiva e stagnazione dei consumi: in tali casi il *barter* permette alle aziende di mantenere i adeguati livelli produttivi abbattendo l'esposizione finanziaria nell'immediato. Le operazioni di interscambio fra aziende all'interno di un circuito di *barter* presentano l'indubbio vantaggio di permettere acquisti di materie prime, semilavorati, prodotti finiti, servizi di varia natura, anche in assenza di liquidità, effettuando il pagamento di ciò che si è acquistato attraverso prodotti e servizi che fanno parte del *core business* del compratore e che altrimenti potrebbero restare "invendute". Tali operazioni hanno visto un grande sviluppo soprattutto nei periodi di crisi economica, quale quello attuale, in cui la liquidità ha iniziato a diminuire anche per effetto del c.d. *credit crunch*. La tecnica non è tuttavia priva di rischi, perché, come ogni sistema di leva finanziaria, potenzia gli aspetti positivi ma, se mal gestita, crea un indebitamento produttivo al quale l'azienda dovrà comunque fare fronte: per mitigare tale rischio è quindi necessario che il circuito di scambi sia gestito da un mediatore specializzato, la c.d. *Barter Company*.

[39]Nel caso di specie la *Barter company* Sardex regola le transazioni come camera di compensazione. Esiste anche una società consortile che riunisce i principali Barter nella IRTA (*International Reciprocal Trade Association*), associazione non profit volta a promuoverne l'attività a livello mondiale e garantire il rispetto di un Codice di Autoregolamentazione.

[40] Proprio per la diversità di caratteristiche e di modalità operative, si possono distinguere infatti tre tipologie di *barter* a seconda che vi sia: 1. compensazione bilaterale o multilaterale; 2. contestuale o differita; 3. totale o parziale. Si parla di compensazione totale per identificare quella che avviene senza l'utilizzo di denaro reale il quale viene integralmente sostituito da una valuta complementare che prende il nome dal circuito di appartenenza. Diversamente, la parziale compensazione presuppone l'utilizzo ibrido di crediti e denaro, ovvero il pagamento di una parte della fornitura in parte in crediti e in parte in denaro, ciò allo scopo di ammortizzare i costi di produzione con denaro reale, pur accumulando un credito pari al margine e di scambiare prodotti con caratteristiche, costi industriali e ricarichi commerciali non omogenei tra loro, infatti cedere un servizio od una giacenza di merce invenduta potrebbe risultare meno oneroso rispetto a cedere prodotti costosi, con margini risicati e che sono stati prodotti o comprati mediante l'utilizzo di denaro reale, comportando flussi finanziari negativi. In Italia le operazioni di *barter trading* fra aziende sono regolate solamente sotto il profilo fiscale.

delle operazioni avviene immediatamente[41].

3. Fatto questo breve inquadramento dell'attività di Sardex, e preso atto che il fenomeno delle valute virtuali sarà a breve sottoposto a regolamentazione, veniamo ora ad esaminare taluni profili di contatto dell'attività posta in essere dal gestore nei confronti degli aderenti al circuito con le attività il cui esercizio è dall'ordinamento riservato a soggetti muniti di specifica autorizzazione amministrativa.

Occorre preliminarmente ricordare, al proposito, che Sardex[42], a fronte di una tariffa annuale corrisposta da ciascun aderente che incorpora anche i costi di ingresso nella rete: (a) gestisce una piattaforma di pagamenti e svolge nei confronti degli aderenti servizi di pagamento che regola immediatamente e integralmente in valuta virtuale su appositi conti accesi dagli aderenti presso il medesimo

[41]In base a quanto risulta, tutti i pagamenti nel circuito sono immediati e non esistono insoluti. Il sistema, secondo quanto riferisce Sardex stessa, consente di risparmiare liquidità, di diminuire la propria esposizione bancaria e di effettuare acquisti al proprio costo marginale.

[42]Nel testo viene esaminato il business principale di Sardex denominato "B2B". Si legge infatti nella presentazione fornita da Sardex, citata in nota 28, che il programma B2B, destinato a imprese e professionisti, offre agli aderenti un conto, una carta di pagamento, una linea di credito senza interessi e una serie di servizi di promozione e supporto. Il sistema consente di acquistare ciò di cui si ha bisogno ripagandolo effettuando vendite dei propri beni/servizi ad altri iscritti che ne facciano richiesta. Tutti i pagamenti sono immediati e non esistono insoluti. Il sistema consente di risparmiare liquidità, di diminuire la propria esposizione bancaria e di effettuare acquisti al proprio costo marginale. Vi sono tuttavia altri modelli operativi che utilizza Sardex sui quali però non ci si può soffermare nel testo. In particolare si legge nella presentazione che attraverso il diverso modello denominato "B2E" "*le aziende possono incentivare la propria forza lavoro erogando benefit, indennità sostitutive di mensa e bonus salariali direttamente in moneta locale. I dipendenti inoltre possono richiedere anticipazioni sul TFR e sulle retribuzioni future e gestire in parte anche in crediti le cosiddette contrattazioni di secondo livello*". Vi è inoltre un terzo programma, attualmente in sperimentazione che Sardex offre denominato "B2C" e definito come "un innovativo sistema di *Loyalty network based*, che consente alle imprese di fidelizzare i propri migliori clienti e di acquisirne di nuovi fidelizzati dagli altri membri della rete. Il consumer scegliendo di spendere i propri Euro all'interno del Circuito riceverà immediatamente dei Crediti in valuta locale spendibili presso qualsiasi azienda del Network cumulabili e spendibili direttamente attraverso il proprio tesserino sanitario. Una web app gli consentirà di monitorare il proprio saldo e di visualizzare i punti vendita aderenti". Inoltre, sempre in ambito "Fintech" di grande rilevanza è il lavoro di ricerca svolto sull'integrazione del modello di Circuito di Credito Commerciale e degli altri prodotti Fintech con la tecnologia *Blockchain* e i *ledger* distribuiti. L'idea di fondo rimane quello di integrare il meglio dei due mondi offrendo un sistema che sia parte distribuito e parte centralizzato. Non appena la prima integrazione sarà terminata i Circuiti di Credito Commerciale rappresenteranno uno dei più capillari sistemi transativi basati sulla catena a blocchi e di certo uno dei pochi indissolubilmente legato all'economia reale.

gestore; (b) concede, sempre in valuta virtuale, micro-finanziamenti in sardex, dichiaratamente a tasso zero[43], previa effettuazione di una sorta di valutazione del "merito di credito"; (c) concede una sorta di garanzia "di sistema" nei confronti di tutti gli aderenti nel caso di fallimento di un imprenditore della rete. In tali casi, secondo quanto appreso, qualora dovesse essere dichiarato il fallimento di un imprenditore della rete, i crediti in valuta virtuale vengono trasformati immediatamente in euro e i creditori aderenti possono poi rivolgersi al gestore per ottenere immediata soddisfazione del loro credito, mentre sarà poi Sardex ad insinuarsi al passivo del fallito[44]; (d) con riferimento ai conti detenuti dagli aderenti fornisce servizi accessori alla detenzione del conto da parte degli aderenti, quali l'*home banking*, il bancomat, la carta POS, con cui possono essere effettuati pagamenti in valuta sardex tra i soggetti aderenti[45].

Gli aspetti sopra evidenziati dell'operatività di Sardex mettono in luce profili di contiguità con alcune attività riservate.

Ci si sofferma di seguito, in particolare, sui "servizi basati su strumenti di pagamento" prestati nei confronti degli aderenti e sui finanziamenti, ancorché senza interessi, che tale gestore concede agli imprenditori del circuito di credito commerciale. Ciò anche se, è bene ribadirlo, tali attività vengono svolte in valuta

[43]Secondo quanto sembrerebbe potersi apprendere dalle interviste rilasciate dalla società nella trasmissione "Report", Sardex concede finanziamenti non in maniera indiscriminata ma effettuando una sorta di "verifica del merito di credito" del singolo imprenditore basata su alcuni specifici fattori in parte peculiari rispetto alle valutazioni del merito di credito bancarie (ad esempio il volume in sardex dell'imprenditore aderente). A ben vedere, se i costi per l'ingresso e la partecipazione al circuito cambiassero in ragione anche dell'ammontare dei finanziamenti concessi si avrebbe una conferma indiretta dell'assenza di gratuità del credito concesso; viceversa, in presenza di costi fissi che non varino in ragione dei finanziamenti concessi, si potrebbe confermare la tesi della gratuità.

[44]Sotto un profilo economico, ciò genera effetti per gli aderenti assimilabili a finanziamenti che gli stessi si concedono vicendevolmente. Tale operatività, in ogni caso, potrebbe non configurare esercizio del credito nei confronti del pubblico, laddove dovesse ritenersi concretamente limitata al caso di cui all'art. 3, comma 2, lett. d) del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 2 aprile 2015, n. 53.

[45]L'aderente dispone di una sorta di piattaforma informatica Sardex che è assolutamente analoga ad un qualsiasi *home banking*; tra l'altro si parla espressamente di "affidamento" nella voce dedicata all'ammontare di sardex che viene messo a disposizione. Anche sotto questo profilo vi è un analogo rischio che possa essere confuso con conti di banche o comunque di istituti di pagamento o di moneta elettronica.

virtuale e solamente all'interno del circuito[46].

Con riferimento ai servizi basati su strumenti di pagamento utilizzati da Sardex, gli stessi sembrerebbero *prima facie* accostabili alla prestazione di servizi di pagamento, attività, come noto, riservata a banche, istituti di pagamento e IMEL.

In verità, occorre domandarsi se l'operatività di Sardex sia in concreto riconducibile alla nozione di strumenti di pagamento c.d. "a spendibilità limitata", che, per la loro particolare natura, possono essere svolti anche da parte di soggetti non vigilati.

In particolare, si ricorda che sono esclusi da riserva di esercizio i servizi di pagamento di cui all'art. 2, comma 2, lett. m), del d.lgs. n. 11 del 27 gennaio 2010, che dà attuazione in Italia alla disciplina comunitaria dettata in materia di servizi di pagamento dalla Direttiva 2007/64. Tale esclusione è riproposta, in termini sostanzialmente analoghi[47], anche nella Direttiva di "seconda generazione" dettata in materia di servizi di pagamento, e, in particolare, dall'art. 3, comma 1, lett. k),

[46]In questa sede non ci soffermiamo specificatamente, invece, sulle modalità di regolamento delle operazioni sui conti Sardex e sull'assimilabilità o meno di tale attività alla raccolta del risparmio. Sul punto, tuttavia, ci si limita ad osservare che, a prescindere dal requisito dell'offerta al pubblico, tale attività potrebbe non integrare oggettivamente la fattispecie riservata dell' "acquisizione di fondi con obbligo di rimborso" (come definita anche dalla delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio del 19.7.2005), se si considera che Sardex, a ben vedere, non "acquisisce fondi" ma, piuttosto, attribuisce un valore, peraltro in valuta virtuale, ai beni che l'imprenditore aderente intende ammettere nel circuito di scambio e agli scambi che vengono effettuati e riconosce tale valore sui conti degli aderenti.

[47]Mentre l'art. 2, comma 2, lett. m), direttiva 2007/64 esclude l'applicazione della Direttiva "*ai servizi basati su strumenti che possono essere utilizzati per acquistare beni o servizi solo nella sede utilizzata dall'emittente o in base ad un accordo commerciale con l'emittente, all'interno di una rete limitata di prestatori di servizi o per una gamma limitata di beni o servizi*", l'art. 3, lett. k), direttiva 2015/2366 fa riferimento "*ai servizi basati su specifici strumenti di pagamento utilizzabili solo in modo limitato, che soddisfino una delle seguenti condizioni: i) strumenti che consentono al detentore di acquistare beni o servizi soltanto nei locali dell'emittente o all'interno di una rete limitata di prestatori di servizi direttamente vincolati da un accordo commerciale ad un'emittente professionale; ii) strumenti che possono essere utilizzati unicamente per acquistare una gamma molto limitata di beni o servizi; iii) strumenti validi solamente in un unico Stato membro, forniti su richiesta di un'impresa o di un ente del settore pubblico e regolamentati da un'autorità pubblica nazionale o regionale per specifici scopi sociali o fiscali per l'acquisto di beni o servizi specifici da fornitori aventi un accordo commerciale con l'emittente*". Sembrerebbe che le modifiche riguardino la circostanza che la caratteristica dell'utilizzabilità degli strumenti unicamente per l'acquisto di una gamma limitata di beni o servizi parrebbe non essere più collegata all'esistenza di un accordo commerciale.

della Direttiva 2015/2366, alla quale, peraltro, il legislatore nazionale non ha ancora dato attuazione. Sulla scorta del d.lgs. n. 11 del 27 gennaio 2010 e della normativa secondaria emanata da Banca d'Italia[48], non rientrano nella riserva di attività i servizi basati su strumenti di pagamento "che vengano utilizzati esclusivamente: a) per l'acquisto di beni o servizi presso l'emittente; b) sulla base di un accordo commerciale con l'emittente: b.1) per l'acquisto di beni o servizi all'interno di una rete limitata di esercenti; b.2) per l'acquisto di una gamma limitata di beni o servizi"[49]. In ogni caso, peraltro, anche nei casi di operatività in esenzione: (i) il soggetto che svolge l'attività dovrebbe indicare che si tratta di circuito privativo[50]; (ii) resta comunque riservata l'attività di regolamento sul conto corrente delle operazioni effettuate in regime di esenzione; (iii) qualora l'emissione di strumenti a spendibilità limitata sia connessa all'erogazione di finanziamenti, resta ferma l'applicazione della disciplina dettata in materia di trasparenza e di credito al consumo.

Nel caso di specie, parrebbero sussistere gli estremi per invocare le ipotesi *sub* b), essendo Sardex astrattamente identificabile come una "*rete limitata di esercenti beni e servizi*", tenuto anche conto che – come ha avuto modo di chiarire

[48]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Attuazione del Titolo II del Decreto legislativo n. 11 del 27 gennaio 2010 relativo ai servizi di pagamento (Diritti ed obblighi delle parti)*, 5 luglio 2011.
[49]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 18.
[50]In BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 20, si sostiene che "*il formato e la funzione degli strumenti a spendibilità limitata sono spesso uguali o molto simili a quelli degli strumenti di pagamento a spendibilità generalizzata; solo per gli utilizzatori di questi ultimi, tuttavia, operano le tutele e i diritti previsti dal decreto. È quindi necessario che lo strumento a spendibilità limitata rechi la dicitura "strumento privativo" o altra dicitura idonea a indicarne univocamente la funzione di strumento a spendibilità limitata. L'esclusione dall'ambito di applicazione del Decreto e delle presenti disposizioni non opera con riguardo alle operazioni di pagamento con le quali vengono regolati i flussi finanziari connessi con la gestione e il funzionamento degli strumenti a spendibilità limitata. A titolo esemplificativo, rientrano nell'ambito di applicazione in parola l'addebito diretto con il quale viene pagato il saldo di una carta di credito a spendibilità limitata ovvero il bonifico con il quale viene caricata una carta prepagata a spendibilità limitata*". Sul tema v. anche MIELI, *Gli istituti di pagamento in Italia*, Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, 2011, diverse attività sono infatti poste dal legislatore comunitario al di fuori dell'ambito di applicazione della nuova normativa. Si tratta di: operazioni di pagamento connesse all'acquisto di beni e servizi digitali (es. scaricare giornali, musica, suonerie) effettuate dagli operatori informatici o di telecomunicazione; strumenti di pagamento destinati a operare all'interno di circuiti privativi, come ad esempio le carte carburante o le cc.dd. *gift cards*.

anche la Banca d'Italia[51] - "*l'esclusione opera in forza della spendibilità limitata dello strumento di pagamento e non della sua utilizzabilità in un'area geograficamente limitata*" e che "*la portata dell'esclusione deve intendersi operante anche nel caso in cui l'emissione sia stata affidata a soggetti terzi rispetto ai fornitori dei beni o dei servizi*", come in effetti accade nel caso di Sardex.

D'altra parte, per quanto il testo letterale delle disposizioni secondarie sopra richiamate parrebbe includere, dunque, anche la fattispecie del Sardex, le considerazioni svolte da Banca d'Italia con riferimento alla corretta individuazione del perimetro della deroga e, in particolare, alla nozione di "limitatezza"[52], conducono a conclusioni contrarie. A giudizio di Banca d'Italia[53], infatti, "*quale criterio gene-*

[51]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 19.

[52]Occorre osservare che né la Direttiva 2007/64 né il d.lgs. 11/2010 predeterminano in via generale il concetto di "limitatezza" della rete di accettazione ovvero della gamma di beni e servizi acquistabili con tale tipologia di strumenti. Peraltro, alla luce delle indicazioni della Commissione Europea nonché di elementi interpretativi ricavabili dalla direttiva 2009/110/CE sugli Istituti di moneta elettronica, contenente analoga esenzione (v. in particolare il considerando n. 5), possono essere formulati alcuni esempi di strumenti a spendibilità limitata rientranti nell'ambito dell'esenzione. Rientrano nella fattispecie gli strumenti di pagamento spendibili presso singoli emittenti all'interno dei propri punti vendita. Più imprese appartenenti ad un medesimo gruppo societario, anche se utilizzano marchi diversi, sono riconducibili alla nozione di "singolo emittente" purché l'appartenenza al medesimo gruppo societario sia resa nota al pubblico. In particolare, la carta spendibile presso i punti vendita dovrà elencare i marchi riconducibili al medesimo gruppo societario. Rientrano nella fattispecie sub lettera b.1) e sono pertanto da considerare oggetto dell'esenzione gli strumenti di pagamento spendibili presso catene di esercizi commerciali (ad esempio "carte fedeltà" o similari), indipendentemente dall'estensione della catena stessa e dalla natura giuridica del rapporto tra i singoli punti vendita e la "casa madre", purché: (i) si tratti di entità legate da accordi di natura commerciale che prevedano l'utilizzo di un medesimo marchio che renda pienamente riconoscibile dal pubblico l'esistenza di una relazione giuridicamente rilevante tra la "casa madre" e i punti di accettazione degli strumenti di pagamento emessi; e (ii) il suddetto marchio sia utilizzato dai punti vendita e sia presente sulla carta spendibile presso gli stessi. A meno che non ricorra l'esenzione di cui alla lettera b.2), i casi in cui due o più catene commerciali si accordino per accettare reciprocamente le carte di ciascuna catena non rientrano nell'esenzione. Resta ferma la possibilità di una valutazione caso per caso. L'esenzione di cui alla lettera b.2) ricorre quando l'ambito di spendibilità sia effettivamente circoscritto a una predeterminata lista di beni o servizi funzionalmente collegati (è il caso, ad esempio, delle c.d. carte "trasporti", "parcheggio", "cinema", "musei", dei buoni pasto, ecc.). Atteso che i criteri di esenzione sono alternativi e non cumulativi, l'esenzione ricorre, in presenza di queste caratteristiche, anche quando la spendita dello strumento può essere effettuata presso soggetti diversi, non appartenenti alla medesima catena commerciale. La valutazione della sussistenza dei presupposti per l'esenzione deve essere nuovamente effettuata ogni qualvolta le caratteristiche di spendibilità dello strumento vengono modificate.

[53]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 20. Pur ribadendo che tale valutazione è riferita al decreto attuativo della PSD, si osserva che anche la PSD II non sembra modificare il quadro in esame.

rale per la corretta individuazione del perimetro della deroga, va inoltre considerato che non possono beneficiare di esenzione – rientrando pertanto nell'ambito di applicazione della normativa – gli strumenti spendibili presso una lista di esercenti convenzionati (si pensi al caso del convenzionamento di una pluralità di commercianti promosso dall'emittente e potenzialmente aperto alla libera adesione di chi abbia interesse), poiché in tal caso l'estensione soggettiva della rete di accettazione non è determinabile ex ante ed è quindi potenzialmente illimitata"[54].

Se l'elemento discretivo per ritenere che Sardex rientri o meno in tale deroga deve essere individuato nella potenziale limitatezza o determinabilità *ex ante* dell'estensione soggettiva, i servizi di pagamento prestati da Sardex non potrebbero dirsi "*a spendibilità limitata*"[55]. Ne consegue che l'operatività di tale soggetto non rientrerebbe, sotto questo profilo, nell'esenzione richiamata, nella misura in cui Sardex rivolga il suo *business* ad una platea indefinita (e, del pari, indeterminabile *ex ante*), di soggetti[56].

[54]Le considerazioni avanzate in merito ai presupposti per l'assoggettamento a riserva, che si incentrano nella distinzione tra le ipotesi in cui il servizio sia offerto nei confronti del pubblico indistinto o, diversamente, ad una rete delimitabile *ex ante* di soggetti, sono riprese, *mutatis mutandis*, anche al fine di individuare l'esenzione da riserva per lo svolgimento delle attività degli IMEL. In particolare, nel quinto considerando della Direttiva n. 110/2009, si legge che, con specifico riferimento a tale esenzione per gli IMEL, "*si dovrebbe ritenere che uno strumento sia utilizzato nell'ambito di una tale rete limitata se esso può essere utilizzato soltanto per l'acquisto di beni e di servizi in determinati negozi o catene di negozi o per una gamma limitata di beni o di servizi, indipendentemente dall'ubicazione geografica del punto vendita. Tali strumenti potrebbero includere le tessere clienti, le carte carburante, le tessere di membro, le tessere per i mezzi di trasporto pubblici, i buoni pasto o i buoni per servizi quali quelli relativi all'assistenza dei figli, o ai regimi dei servizi sociali o dei servizi che sovvenzionano l'impiego di personale per svolgere lavori domestici come le pulizie, la stiratura o il giardinaggio, che talvolta sono oggetto di una tassa specifica o di un quadro giuridico lavorativo volto a promuovere l'uso di tali strumenti per raggiungere gli obiettivi previsti dalla legislazione sociale. Quando tale strumento ad uso specifico si sviluppa in uno strumento ad uso generale, l'esclusione dall'ambito di applicazione della presente direttiva non dovrebbe più essere applicabile. Non è opportuno escludere dall'ambito di applicazione della presente direttiva gli strumenti che possono essere utilizzati per effettuare acquisti presso i punti vendita di esercenti registrati, atteso che tali strumenti di norma sono concepiti per una rete di prestatori di servizi in continua crescita*".

[55]A giudizio di Banca d'Italia rientrano invece in questa tipologia, ad esempio, strumenti come le "carte regalo" che possono essere spese presso più punti vendita di svariata natura, oppure le c.d. "city card", genericamente aperte all'utilizzo presso più esercizi all'interno di una stessa città.

[56]Occorre ricordare che il "perimetro" dell'esercizio di un'attività riservata nei confronti del pubblico è stato tracciato da tempo con riferimento alla raccolta del risparmio. In argomento non possiamo che rinviare, in giurisprudenza, a Cass. SS.UU. 25 marzo 1988, n. 2579, in *Banca, borsa*

L'esigenza di verificare se Sardex offra i propri servizi professionalmente e nei confronti del pubblico – e, quindi, possa essere esclusa o meno dalla riserva di attività prevista dal TUB - deve essere verificata anche con riferimento all'attività di concessione di finanziamenti nei confronti degli aderenti. Al proposito, pur volendo ammettere che Sardex conceda finanziamenti senza interessi[57], l'attività svolta non pare invero rientrare in alcuna delle esenzioni oggi contenute nel regolamento del Ministero dell' Economia e delle Finanze del 2 aprile 2015, n. 53 (di seguito "il Regolamento"), attuativo delle disposizioni dell'art. 106, ultimo comma, del TUB, come modificato dal d.lgs. 141/2010. Ciò sia sotto un profilo oggettivo, in merito all'attività concretamente esercitata, sia sotto un profilo soggettivo, con riguardo ai soggetti nei cui confronti l'attività viene in concreto offerta.

Con riguardo al primo aspetto, le operazioni effettate da Sardex sembrano integrare la "*concessione di finanziamenti* ", tenuto conto che l'art. 2 del Regola-

e titoli di credito, 1989, II, p. 7 ss., con nota di F. Cirillo, *Banca di fatto e mercato finanziario*, ivi, p. 16 ss.. Il tema è stato oggetto anche di numerosi interventi delle Autorità di settore: in particolare, si ricordano le delibere C.I.C.R. del 3.3.1994, 19.7.2005 e 22.2.2006 che, in materia di raccolta del risparmio, hanno delimitato tale riserva di attività e chiarito quando la stessa non debba considerarsi prestata nei confronti del pubblico (si fa riferimento ai casi di gruppi di società, dipendenti, trattative riservate ed emissione di obbligazioni e strumenti di debito assimilabili). Da ultimo, con riferimento agli intermediari non bancari, si veda Banca d'Italia, Provvedimento dell'8 novembre 2016, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, che riprende gli orientamenti in materia già tracciati dalla Delibera CICR del 2005, dettando *inter alia* disposizioni in materia di prestito sociale, del c.d. "*social lending*" e del c.d. "*equity crowdfunding*", di fatto assoggettando anche la gestione di tale ultima attività a riserva al ricorrere di alcuni presupposti. Per una prima analisi del provvedimento, anche con riguardo alla differenza tra prestito sociale e *social lending*, si vedano SACCONE, DE FALCO, *La nuova disciplina della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, www.dirittobancario.it, 2016. Sulla raccolta del risparmio, in dottrina v. anche, tra gli altri, NUZZO, *Raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 1987, p. 392; RICCI, *La raccolta del risparmio tra il pubblico ai sensi della legge bancaria*, in «Nuova giurisprudenza civile commentata», II, 1985, p. 146 ss.; SPENA, *La raccolta del risparmio tra il pubblico e la posizione dell'impresa bancaria nell'ordinamento creditizio (a proposito della sentenza n. 2579 del 1988 delle Sezioni Unite di Cassazione)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1991, 3, p. 339; VOLPE, *L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività finanziaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2002, 5, pp. 643-80. Sul tema della responsabilità penale in caso di abusivismo si rinvia, *ex multis*, a CONTENTO, LOSAPPIO, *Commento sub artt. 130-143*, in Belli, Contento, Patroni Griffi, Porzio, Santoro, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, Vol. II, Bologna, 2003, p. 2141 ss..

[57] Dal momento che si ha notizia che Sardex venga comunque remunerata per i servizi resi, si dovrebbe poi comunque verificare che le somme pagate per l'ingresso nel circuito non finiscano per remunerare anche la concessione di finanziamenti.

mento definisce tale attività come ogni forma di "*concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma*" e che le uniche esenzioni che la norma riconosce sono: "*a) l'acquisto dei crediti di imposta sul valore aggiunto; b) l'acquisto, a titolo definitivo, di crediti da parte di società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti a talune condizioni*".

Sul piano soggettivo, ai sensi dell'art. 3 del Regolamento[58] non pare che l'attività posta in essere da Sardex possa rientrare nel novero di fattispecie di finanziamento escluse dalla riserva sulla base del presupposto che la stessa non venga esercitata nei confronti del pubblico. Infatti, l'operatività di Sardex non sarebbe limitata ipotesi di finanziamenti concessi all'interno del medesimo gruppo di appartenenza né in particolare in quella di "*finanziamenti concessi da un datore di lavoro o da società del gruppo di appartenenza esclusivamente ai propri dipendenti o a coloro che operano in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato, al di fuori della propria attività principale, senza interessi o a tassi annui effettivi globali inferiori a quelli prevalenti sul mercato*".

[58] Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento non configurano operatività nei confronti del pubblico: a) tutte le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza ad eccezione dell'attività di acquisto di crediti vantati nei confronti di terzi da intermediari finanziari del gruppo medesimo; b) l'acquisto di crediti vantati da terzi nei confronti di società del gruppo di appartenenza; c) l'attività di rilascio di garanzie, di cui all'articolo 2, comma 1, lettera f) del Regolamento, quando anche uno solo tra l'obbligato garantito e il beneficiario della garanzia faccia parte del medesimo gruppo del garante; d) i finanziamenti concessi, sotto qualsiasi forma, da produttori di beni e servizi o da società del gruppo di appartenenza, a soggetti appartenenti alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio quando ricorrano le seguenti condizioni: 1) i destinatari del finanziamento non siano consumatori ai sensi dell'articolo 121 TUB, né utilizzatori finali del bene o servizio; 2) il contratto di finanziamento sia collegato a un contratto per la fornitura o somministrazione di beni o servizi, di natura continuativa ovvero di durata non inferiore a quella del finanziamento concesso; e) i finanziamenti concessi da un datore di lavoro o da società del gruppo di appartenenza esclusivamente ai propri dipendenti o a coloro che operano sulla base di rapporti che ne determinano l'inserimento nell'organizzazione del datore di lavoro, anche in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato, al di fuori della propria attività principale, senza interessi o a tassi annui effettivi globali inferiori a quelli prevalenti sul mercato; f) le attività di concessione di finanziamenti poste in essere da società costituite per singole operazioni di raccolta o di impiego e destinate a essere liquidate una volta conclusa l'operazione, purché le limitazioni dell'oggetto sociale, delle possibilità operative e della capacità di indebitamento risultino dalla disciplina contrattuale e statutaria della società ed essa sia consolidata integralmente nel bilancio consolidato della capogruppo di un gruppo bancario, finanziario o di SIM.

La fattispecie in esame non pare nemmeno poter rientrare nell'altra esimente dettata dal medesimo articolo, in base alla quale non sono sottoposti a riserva "*i finanziamenti concessi, sotto qualsiasi forma, da produttori di beni e servizi o da società del gruppo di appartenenza, a soggetti appartenenti alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio*", quando "*1) i destinatari del finanziamento non siano consumatori ai sensi dell'articolo 121, t.u.b., ne' utilizzatori finali del bene o servizio; 2) il contratto di finanziamento sia collegato a un contratto per la fornitura o somministrazione di beni o servizi, di natura continuativa ovvero di durata non inferiore a quella del finanziamento concesso*". Sebbene l'esenzione dei cc.dd. "finanziamenti intercircuito" possa essere accostata all'operatività del circuito di credito commerciale, la stessa potrebbe consentire di ritenere esentati da riserva i finanziamenti concessi reciprocamente tra gli imprenditori aderenti al circuito, ma non pare poter, invece, ritenersi integrata con riguardo ai finanziamenti concessi dal gestore della rete a favore degli aderenti. Sardex, infatti, non può dirsi parte della "*medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio*"[59].

Sotto altro profilo, anche la limitata possibilità di concedere finanziamenti per gli istituti di pagamento, come previsto dall'art. 114-*octies* del TUB e le relative disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica[60], si configura come attività accessoria per la quale, dunque, non è necessaria una specifica autorizzazione ulteriore rispetto a quella ottenuta per l'attività principale. Anche a voler configurare l'attività di Sardex come meramente accessoria,

[59]Sul tema v. anche CONFINDUSTRIA, *Osservazioni ai documenti per la consultazione pubblica sul regolamento del MEF*.

[60]Si veda BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica*, p. 64, ove si dispone che "*Gli istituti possono concedere finanziamenti relativi ai servizi di pagamento indicati ai punti 4, 5 e 7 dell'articolo 1, comma 1, lett. b) del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, nel rispetto delle seguenti condizioni: a) il finanziamento è accessorio e concesso esclusivamente in relazione all'esecuzione di un'operazione di pagamento; b) il finanziamento è di breve durata, non superiore a dodici mesi. Può essere di durata superiore a 12 mesi il finanziamento concesso in relazione ai pagamenti effettuati con carta di credito; c) il finanziamento non è concesso utilizzando fondi ricevuti o detenuti ai fini dell'esecuzione di un'operazione di pagamento; d) a fronte del rischio di credito derivante da tali finanziamenti, gli istituiti sono tenuti a mantenere la dotazione patrimoniale minima stabilita nel Capitolo V*".

ciò non farebbe venir meno, naturalmente, l'esigenza di ottenere la licenza per lo svolgimento dell'attività principale[61]. Da tale considerazione discenderebbe che, anche qualora Sardex dovesse erogare finanziamenti nei limiti entro i quali gli stessi sono definiti attività accessoria degli istituti di pagamento o di moneta elettronica, comunque non potrebbe sotto questo profilo esimersi dall'ottenere la licenza per la prestazione di servizi di pagamento.

Non possiamo nasconderci, a questo punto dell'indagine, che le considerazioni sin qui svolte, sia con riferimento all'operatività connessa alla prestazione di servizi di pagamento sia con riguardo alla concessione di finanziamenti agli aderenti, prescindono dal fatto che le transazioni avvengano all'interno del circuito Sardex in valuta virtuale e non in valuta avente corso legale.

In prima battuta ci sentiremmo di sostenere che, tanto per l'attività di finanziamento quanto per quella di prestazione di servizi di pagamento, le esigenze di ordine pubblico a fondamento della riserva legale, legate all'affidabilità e stabilità dell'impresa, sussistano anche nel caso in cui, come accade per Sardex, tali attività avvengano mediante l'uso di valuta virtuale. Tali esigenze di tutela si pongono non soltanto nei confronti del sistema finanziario ma anche verso gli utenti finali, i quali potrebbero non soffermarsi sulla circostanza che gli scambi avvengano in valuta virtuale ma, soprattutto, ben potrebbero confondere Sardex con un intermediario vigilato e paragonare i servizi offerti dal circuito di credito commerciale con quelli proposti, ad esempio, da un istituto di pagamento.

Occorre infine tenere conto del fatto che, come accennato, il circuito contempla ipotesi di conversione immediata in euro, come nel caso del fallimento di un aderente, e che, in ogni caso, decorsi, a quanto sembra, novanta giorni, i debiti divengono liquidi ed esigibili in euro. Sardex parrebbe sostenere che non offre

[61]Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica*, p. 67, ove è previsto che "*gli istituti che concedono finanziamenti, secondo quanto previsto nel Capitolo IV, calcolano un requisito patrimoniale pari al 6% dei finanziamenti erogati; sono esclusi i finanziamenti connessi all'esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di credito con saldo mensile*".

all'interno del circuito una valuta alternativa a quella avente corso legale, dal momento che tutte le transazioni sarebbero sempre convertibili in unità di conto ordinarie con una maturità minima di 90 giorni: ebbene, ci si dovrebbe chiedere se questa dilazione nella conversione possa essere sufficiente a ritenere che non si finisca tutto sommato per utilizzare pur sempre la valuta euro vera e propria, tenuto anche conto del fatto che tutte le transazioni effettuate su piattaforma Sardex risultano sempre recare il controvalore in euro (operazione peraltro facilitata dalla circostanza che il rapporto di cambio tra le due valute è di uno a uno).

Inoltre, per quanto il tema non possa essere in questa sede affrontato compiutamente, ci pare che vi sia più di un indizio a favore della riconducibilità della valuta virtuale sardex alla moneta scritturale, nell'accezione più ampia del termine, come strumento avente funzione solutoria[62].

È noto che a conferire carattere di moneta a un determinato mezzo, usato come intermediario degli scambi di beni e servizi, come misura dei valori o, più generalmente, come strumento regolatore dei rapporti di debito, non concorre necessariamente l'utilità intrinseca del mezzo stesso, bensì la fiducia nella sua generale accettazione. Se ciò, in passato, ha consentito che la moneta bancaria prendesse piede, non può affatto escludersi che nei sistemi economici moderni gli operatori, anche non particolarmente evoluti e competenti, si affidino a strumenti alternativi, come la valuta virtuale, per regolare i propri rapporti di debito-credito.

Dal punto di vista della funzione svolta, infatti, parrebbero non cogliersi

[62]Sul tema v. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, pp. 108 e ss.; SICA, STANZIONE, ZENO ZENCOVICH, *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, Milano, 2006, p. 17 e 97; D'ORAZIO, *Il quadro giuridico della moneta elettronica*, in *Dir. Inf.*, 2004, p. 191; SANTORO, *Il diritto dei sistemi di pagamento*, Milano, 2007, p. 59; FINOCCHIARO, *Prime riflessioni sulla moneta elettronica*, in *Contr. e Impr.*, 2001, p. 1345; OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica. Brevi note in margine alla direttiva 2006/46; riguardante gli istituti di moneta elettronica*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2001, p. 809. Il tema della moneta scritturale è stato ampiamente affrontato in dottrina; cfr. in materia CAMPOBASSO, *Bancogiro e moneta scritturale*, Bari, 1979; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bit-coin: miraggio monetario critto-anarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*?, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica* (Il), 2015, fasc. 3, p. 415; BARILLÀ, *I servizi di pagamento «armonizzati» e l'addebito diretto nel panorama bancario italiano*, in *Giur. Comm.*, 2014, p. 331.

differenze apprezzabili, al giorno d'oggi, tra moneta scritturale e valuta virtuale, tenuto anche conto che, come osservato dalla dottrina[63], nemmeno "*al biglietto di banca è inerente alcun valore intrinseco*". Anche il denaro, come le valute scritturali e quelle virtuali, "*così in senso economico come in senso giuridico, è piuttosto da considerare come misuratore di valore, un parametro esatto sulla base del quale indicare il valore di tutti gli altri beni*" [64]. Ebbene, può non rinvenirsi tale funzione, sia pure con riferimento al circoscritto paniere di beni scambiati sul circuito di credito commerciale, anche nella valuta sardex?

Se, dunque, moneta scritturale e virtuale rispondono alla medesima esigenza, il problema peculiare della valuta virtuale - che, a differenza di quella legale, non può fare affidamento sul potere di solvibilità generalizzata che discende direttamente dalla legge - resta quello di verificare se la specifica valuta alternativa conferisca o meno una disponibilità giuridica apprezzabile in capo a chi la detiene[65]. A tale scopo assume rilievo la dimensione del circuito al cui interno è accettata la valuta, dal momento che tale dato consente di cogliere il grado di spendibilità e affidabilità della stessa e, conseguentemente, permette di indentificare in concreto quanto la valuta virtuale possa essere assimilabile, almeno in un delimitato settore imprenditoriale, alla moneta legale.

In proposito, qualora Sardex completasse la propria espansione capillare in Italia, si potrebbe giungere a ritenere che - quantomeno tra alcune tipologie di piccoli imprenditori - tale valuta assuma effettivamente, in considerazione della sua diffusa accettazione, un grado di scambiabilità e affidabilità accostabile, almeno in certe zone d'Italia, alla moneta avente corso legale. Resterebbe invece chiaramente immodificata la circostanza che il pagamento in valuta virtuale, per quanto accettato diffusamente in alcuni settori del commercio, potrà sempre es-

[63]Così SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992, p. 96, il quale ricorda anche che il fenomeno della progressiva astrazione della moneta non è un fenomeno nuovo: la circostanza che le scritture in banco potessero stare in luogo del materiale trasferimento di pezzi monetari era, infatti, un dato socialmente incontestato nelle comunità dei mercanti.
[64]Cosi SANTORO, *op. ult. cit*., p. 98.
[65]Cosi SANTORO, *op. ult. cit*., p. 98.

sere rifiutato dai soggetti non aderenti al circuito.

L'attribuzione di funzione solutoria a monete immateriali "alternative" è probabilmente da considerarsi un processo spontaneo, che trova terreno fertile nell'evoluzione tecnologica e, in certi periodi storici, nella difficoltà dei circuiti tradizionali di soddisfare le esigenze di soggetti *in deficit* di risorse finanziarie. Ciò detto, non pare prudente, né efficiente, che tale processo possa svilupparsi in totale *deregulation*, in considerazione del fatto che *default* di sistemi di pagamento e di circuiti di credito alternativi sono comunque suscettibili di provocare, laddove non circoscritti, crisi di fiducia che potrebbero propagarsi, con effetti ben più nefasti, su altri operatori tradizionali e, nei casi più gravi, sul sistema finanziario nel suo complesso.

Cercando di tirare le fila del discorso, Sardex ha indubbiamente permesso nel corso degli anni della crisi finanziaria di sostenere le piccole imprese sarde che faticavano ad ottenere credito dal sistema bancario. La prossima regolamentazione del fenomeno delle valute virtuali, per quanto opportuna, non dovrebbe impedire a tali iniziative di continuare a svolgere la loro funzione, che appare senz'altro meritevole di tutela. Per tali ragioni sarebbe opportuna una regolamentazione "leggera" della materia, rispettosa del principio di proporzionalità, che consenta, come auspicato da ultimo anche dal Parlamento Europeo, di esentare esplicitamente dalla disciplina positiva o da alcune parti di essa, le c.d. valute locali, sulla falsariga di quanto già accade in altri casi: si pensi all'operatività delle cc.dd. "casse peota", contemplata espressamente prima dall'art. 155, e oggi dall'art. 112, comma 7, del TUB[66].

Nell'ambito di una definizione positiva del fenomeno delle valute virtuali sottoposte a riserva, andrebbero individuate quindi soglie quantitative e qualitative che consentano di distinguere con certezza i soggetti tenuti a ottenere la li-

[66]L'esenzione delle "casse peota" è riferita solamente, ai sensi dell'art. 112 TUB, ai soggetti già operanti e che operano senza fine di lucro. A prescindere dalla differente attività concretamente esercitata l'esenzione non potrebbe, dunque, in ogni caso trovare applicazione nel caso di Sardex.

cenza da quelli che rientrano nella deroga.

Ciò posto, con riferimento al Sardex, gli ultimi dati resi noti sui volumi scambiati in tale circuito[67] e la progressiva espansione dello stesso a livello nazionale[68] potrebbero a nostro avviso porre in dubbio la possibilità di considerare tale circuito come "locale" e, conseguentemente, provocarne l'attrazione nel perimetro regolato.

Gian Luca Greco

Dottore di ricerca

in legislazione e diritto bancario

nell'Università di Brescia

Dino Donato Abate

Dottore di ricerca

in diritto commerciale bancario

nell'Università "Tor Vergata" di Roma

[67]In base ai dati forniti dall'azienda, a giugno 2016, Sardex effettuava transazioni in crediti per un controvalore di 140 milioni di euro. Nel complesso sono state intermediate 300.000 operazioni, vi sono circa 4000 aziende iscritte.

[68]Anche se l'espansione del circuito sta avvenendo in ogni regione mediante la costituzione di una nuova valuta virtuale e, conseguentemente di un circuito formalmente differente, che dovrebbe comunque, tuttavia, fare parte dello stesso gruppo societario.

SOGGETTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA NEI MODELLI DI *SHARING ECONOMY* *

(*Banking and financial subjectivity in the sharing economy*)

ABSTRACT: *The models of sharing economy highlight regulatory asymmetries in the juridical organization of the EU internal market, and this paper investigates whether the financial firms are able to use these asymmetries to take advantage of open mechanisms able to manage a high-number (almost limitless) of operations, in competition with credit institutions.*

In this respect, this research also analyzes the abovementioned models with regard to their contents, hence verifying if the relevant activities require any public authorization. Then, we focus on the juridical relevance of the innovations due to the open economy framework, and then the role of the recent European supervisory mechanisms (namely SSM and SRM).

Undoubtedly, as far as the scope of the regulatory framework does not include these innovations, we shall consider them as part of the shadow banking system, with necessary inference on the need for specific checks and controls.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Modelli di sharing economy. - 3. Innovazioni nella soggettività. - 4. Fallimenti di mercato e dinamiche di vigilanza.

1. Brexit e (mancato accordo sul) TTIP sono elementi che incidono sulle aspettative degli operatori, segnando una battuta di arresto nel *consolidamento* delle sedi di negoziazione appartenenti all'ordinamento dell'Unione europea, da un lato, ed a quelli del Regno Unito e degli Stati Uniti, dall'altro.[1] Aspettative che,

*Contributo approvato dai revisori.

[1]Si veda, per un approfondimento delle problematiche poste a monte della presente indagine, CAPRIGLIONE, *Brexit: An Anti-Historical Divorce Which Can Change the EU*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, p. 4 ss.; CRAIG, *Brexit: A Drama in Six Acts*, in *European Law*

a ben considerare, contemplano l'attesa di innovazioni normative - nell'organizzazione giuridica del mercato finanziario[2] - tali da consentire, agli *operatori più accorti*, di fare applicazione di *modelli operativi aperti* in grado di gestire un numero elevato (quasi indefinito) di operazioni al fine di creare, in un *ambiente condiviso,* economie di scala e sequenze capaci di mettere in relazione soggetti in *surplus* con altri in *deficit* di risorse monetarie.[3] Ciò, in concorrenza agli enti creditizi, esponenti di un'industria sottoposta alle pressioni dovute sia alla perdurante crisi, sia all'incremento degli oneri richiesti dal terzo accordo di Basilea.[4]

Da qui, l'opportunità di una riflessione incentrata sulle reciproche influenze, riscontrabili nell'industria bancaria e finanziaria tra l'affermazione di innovativi modelli di *sharing economy* e l'attuale consistenza dei presidi di vigi-

---

Review, 2016; LEHMANN - ZETZSCHE, *Brexit and the Consequences for Commercial and Financial Relations between the EU and the UK*, *European Business Law Review*, 2016; ENRIQUES, *Why the UK has Little Chance to Become a Successful Tax or Regulatory Haven*, in AA.VV., *Legal Aspects of Withdrawal from the EU: A Briefing Note - Oxford Legal Studies Research Paper*, No. 47/2016, p. 29 ss.; nonchè LANG, *The Consequences of Brexit: Some Complications From International Law*, in *LSE Law: Policy Briefing Paper No. 3.*
Appare utile, altresì, richiamare le conclusioni del lavoro AMOROSINO - LEMMA, *Administrative and Transaction Costs Arising from Brexit. A Regulatory Challenge*, in *Law and economics yearly review*, Vol. 5, Issue 1, 2016, p. 29 ss. ove si evidenziano le sfide poste dalla prospettiva di una ridefinizione del perimetro del mercato interno, nonchè dei rapporti tra gli operatori appartenenti agli ordinamento dell'UE (continentale) e le sedi di negoziazione britanniche. Si veda altresì DAVOR, *TTIP and Legislative-Executive Relations in EU Trade Policy*, in *West European Politics*, Vol. 40, No. 1, 2017, p. 202 ss., per un'analisi delle negoziazioni del Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) incentrata sulle rivenienti possibilità di una "tighter economic integration within the EU-US strategic partnership".
[2]Cfr. AMOROSINO, *Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, p. 175 ss.
[3]Cfr. BALDWIN - VON HIPPEL, *Modeling a Paradigm Shift: From Producer Innovation to User and Open Collaborative Innovation*, in *Harvard Business School Finance Working Paper*, 2010, No. 10-038 e, in particolare, p. 32 ove si conclude che "both inescapable challenges and opportunities to researchers, to policymakers, to firms -- indeed, to all of us who have a stake in innovation. We think that both personal freedoms and social welfare will increase as a result of this shift."
[4]Cfr., per tutti, CIOCCA, *Sulla natura del problema bancario*, in *ApertaContrada*, 2016 ove si muove dalla considerazione che «il problema bancario italiano attuale va oltre le specifica condizione di singole banche».

lanza;[5] l'una e l'altra sospinte dalle contingenze di un ciclo economico che non mostra univoci segnali di crescita.[6] Del resto, nel mercato dei capitali, tali modelli trovano affermazione quando un'impresa integrata non riesce a soppiantare il nesso di contratti che, dando veste giuridica ad operazioni di mercato aperto, realizza la produzione o lo scambio di beni o servizi.[7]

2. Avendo riguardo alle prime esperienze operative, appare evidente la tendenza, dell'ingegneria finanziaria, a ricondurre le operazioni di mercato ad una sequela di 'scelte binarie' che, in quanto tali, possono esser consolidate in specifici algoritmi, al fine di esser ripetute ed elaborate da operatori automatici.[8]

Del resto, la struttura delle operazioni finanziarie che si realizzano attraverso l'applicazione di specifici modelli di *sharing economy* è destinata a perseguire le economie indicate in premessa, donde l'evidente esigenza di valutare se (ed in quale misura) i relativi contenuti possano esser ricondotti ad attività che, al presente, il nostro ordinamento sottopone a riserva.[9] Conseguentemente, appare necessario comprendere quale sia la valenza giuridica delle predette sequele e, quindi, quali siano le forme innovative di economia aperta e condivisa che si possono realizzare sui mercati (in conformità al relativo ordine giuridico).

[5]Appare utile evidenziare che la Comunicazione della Commissione Europea, *Un'agenda europea per l'economia collaborativa*, Bruxelles, 2 giugno 2016 richiama un aperura la stima secondo cui «nel 2015 le piattaforme di collaborazione attive in cinque settori chiave dell'economia collaborativa nell'UE abbiano generato ricavi pari a 3,6 miliardi di EUR: alloggio (locazione a breve termine); trasporto di persone; servizi alle famiglie; servizi tecnici e professionali e finanza collaborativa». Tuttavia, in tale sede, alla rilevata incidenza della sharing economy sulle dinamiche del mercato finanziario non è corrisposta un'esplicita indicazione in ordine all'urgenza di ammodernamento dei vigenti presidi di superivsione.

[6]Cfr., per tutti, la recente riflessione di TERMINI, *Perché l'economia stenta a crescere. Il capitalismo digitale e dei servizi*, in *ApertaContrada*, 2016; nonché

[7]Significativa, al riguardo, anche la possibiliyà di ricondurre la nozione di impresa (*i.e.* "firm") ad un «nexus of specific investments», cfr. ZINGALES, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998, p. 5 ss.

[8]Cfr. CARTEA - JAIMUNGAL, *Modeling Asset Prices for Algorithmic and High Frequency Trading* in *Applied Mathematical Finance*, Vol. 20, No. 6, 2013, le cui risultanze mostrano l'evoluzione delle dinamiche negoziali in cosneguenza della modellizzazione richiamata nel testo.

[9]Rileva, al riguardo, l'impostazione suggerita da BUCKLEY, *Reconceptualizing the Regulation of Global Finance*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2016, Vol. 36, No. 2, p. 242 ss.

In altri termini, a fronte dell'impossibilità di ricondurre le sequele in parola all'attività bancaria e finanziaria disciplinata dal quadro normativo esistente (e, in alcuni casi, l'assenza di canali diretti con le autorità monetarie), v'è la prospettiva di ritrovarsi in presenza di una fenomenologia riconducibile nel perimetro dello *shadow banking system*,[10] con ovvie implicazioni sulla necessità di verificare la presenza di uno specifico *need for protection*, da soddisfare con interventi di supervisione di nuovo tipo.[11]

A ben considerare, infatti, l'affermazione di modelli *crowd-based* non incidono sull'essenza dell'attività bancaria,[12] ma sulle condizioni e gli effetti di una determinata modalità di intermediazione dei capitali; modalità conoscibile solo a partire dalle esperienze concrete, dato che - come si è avuto modo di osservare in altra sede - il corso esteriore dello «shadow banking system» è multiforme.

A conferma dell'interesse per modelli siffatti v'è la cronaca recente, che - in occasione dell'attribuzione del Premio Nobel per l'economia a Hart e Holmström - richiama alla mente la centralità della «contract theory» nei modelli economici contemporanei.[13] A questi ultimi è affidata la composizione degli interessi che si incontrano in uno *spazio economico* che si colloca al confine tra il mercato finanziario e l'illecita circolazione dei capitali (e cioè in un ambito residuale, occupato da un *network* integrato di scambi, i cui limiti sono segnati dalle scelte di liberaliz-

[10]Cfr., sul punto, LEMMA, *The Shadow banking system*, London, 2016, p. 13 ss.

[11]Sulla relazione tra progresso e fiducia si è soffermato BAUMAN, *Modernità liquida*, Roma-Bari, p. 150 ss. e, in particolare, p. 156 ove si richiama RUELLE, *Hasard e chaos*, Paris, 119 p. 90 ss. e 113 ss. al fine di evidenziare che «l'impressione che il ruolo dei legislatori e dei funzionari di governo resposnabili sia quello di trovare e applicare un equilibrio particolarmente favorevole alla comunità … dovrebbero pertanto contemplare la possibilità che le loro decisioni, intese a produrre un migliore equilibrio, producano viceversa violente e impreviste oscillazioni».

[12]Cfr. PASSADOR, *"Crowdfunding": tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca impresa società*, 2015, p. 287 ss. Si veda altresì WALLMEROTH, *Investor Behavior in Crowdinvesting*, in SSRN Research Paper no. 2881394, 2016 ove si espongono i risultati dell'analisi dei comportamenti di oltre 15,400 investitori attivi sulla piattaforma Companisto.

[13]Ci si riferisce, in particolare, al *Prize Announcement* del *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2016 to Oliver Hart and Bengt Holmström*, 10 ottobre 2016.

zazione in materia d'intermediazione creditizia che qualificano gli ordinamenti dei Paesi avanzati).[14]

Ed invero, nello spazio in parola, più intermediari si cooperano per la realizzazione di operazioni preordinate all'incontro d'interessi riferibili a soggetti che, per variegate ragioni, scelgono di operare al di fuori delle regole bancarie (senza infrangerle), costituendo rapporti giuridici in grado di dare contenuto ad un sistema di scambi sequenziale che - come detto - si sviluppa al di fuori della sfera giuridica di un singolo ente creditizio (e, dunque, senza l'esercizio di un'attività bancaria di tipo tradizionale). Da qui, il crescente rilievo di piattaforme che, in modalità variegate, realizzano punti di convergenza di interessi provenienti da ogni giurisdizione del pianeta.[15]

Tuttavia, la natura aperta delle economie condivise ammette una moltitudine variegata di fattispecie che consentono, ad un soggetto in *deficit* di ottenere un finanziamento (per il tempo a lui necessario) ed ad un soggetto in *surplus* di realizzare un investimento (sin tanto che non vorrà ritornare in possesso delle proprie risorse). Ovviamente, ad ogni fase di un processo siffatto, si possono realizzare effetti di *leverage* (essendo ogni veicolo libero di determinare il livello della propria leva finanziaria), di *maturity transformation* (senza cioè correlare la scadenza dei titoli emessi alla durata dei loans erogati), di *credit enhancement* (procedendo ad emissioni di strumenti con differenti condizioni di rimborso cui consegue l'attribuzione una ampia gamma di giudizio di *rating* per le singole *tranches*). Effetti che, talora, si realizzano per il tramite di un'operatività in derivati (posta in

[14]Cfr. AA.VV., *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, ECB Occasional paper no. 174, 2016, p. 7 ss.

[15]Cfr. DHAR III - STEIN, *FinTech Platforms and Strategy*, in *MIT Sloan Research Paper No. 5183-16*, ove gli AA. si evidenziano "the emergence of complex platforms that combine technology and process in new ways that often disrupt existing industry structures and blur industry boundaries". Si veda, altresì, Hassana - Lowry, *Big Data Capability, Customer Agility, and Organization Performance: A Dynamic Capability Perspective*, intervento alla *JAIS Theory Development Workshop*, *International Conference on Information Systems* (ICIS 2016), Dublin, 10 dicembre 2016

essere in sedi multilaterali di negoziazione) tale da consentire lo scambio di flussi finanziari (negli swaps) ovvero la predeterminazione di talune condizioni di esecuzione delle transazioni (nei futures e nelle options)[16] e, quindi, che non esauriscano la propria valenza all'interno delle economie dei soggetti che ne sono parte, ma si estendano sino ad influenzare il *network* di mercati che caratterizza l'economia globalizzata (sia in termini di fluidità che di rischiosità).[17]

Se ne deduce il rilievo sistemico dei modelli di *sharing economy* (talora riconducibili ad una o più fasi dello «shadow credit intermediation process»), cui - come è stato più volte indicato in autorevoli sedi tecniche[18] - si ricollega l'esigenza di prevedere appositi presidi di sicurezza (degli strumenti) e trasparenza (delle informazioni), al fine di evitare effetti macroeconomici (in caso di default di intermediari significativi ovvero di illiquidità del mercato).[19]

3. Centrale, ai fini della presente indagine, risulta essere il riferimento ai soggetti che - a vario titolo - operano attraverso l'emissione, prima, e la sottoscrizione, poi, di strumenti finanziari variegati, riconducibili ad unitarietà nel riferimento ad una o più operazioni volte a realizzare un profittevole incontro della domanda e dell'offerta di crediti e debiti. In altri termini, quel che è dato osservare chiaramente nei modelli di *sharing economy* è l'innovativa modalità secondo cui un insieme numeroso di soggetti interagisce pur mantenendo una notevole in-

[16]Si veda, sul punto, MASERA - MAZZONI, *Derivatives' pricing and model risk* nonché BOCCARDELLI –SUPINO, *Institutions and financial markets: an institution-based view of derivatives*, in *Law and economics yearly review*, 2013, p. 296 ss e p. 312 ss.

[17]Cfr. SICLARI - SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari retail: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, p. 175 ss. ove gli AA. si soffermano su alcuni dei driver dell'innovazione finanziaria recente.

[18]Cfr. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, Intervento al New International Finance Association World Finance Forum, Milano, 5 marzo 2015, p. 16 ove si evidenzia che «in questa fase congiunturale l'attenzione dei regolatori è volta non solo a presidiare con il necessario rigore i rischi di natura bancaria generati dal "sistema bancario ombra", traendo lezione dagli insegnamenti della crisi, ma anche a promuovere la crescita».

[19]Cfr. *EU Shadow Banking Monitor*, a cura dello European Systemic Risk Board, no. 1/2016, p. 4 ss.

dipendenza nell'organizzazione (gestionale e contabile) delle rispettive risorse (umane e tecnologiche); indipendenza fondata sulla specificità delle attività svolte (rispetto alla circolazione dei capitali). Ne consegue l'interesse della ricerca per l'attività in concreto svolta da ciascun soggetto, al fine di comprendere quali siano le responsabilità individuali rivenienti dalla compartecipazione a queste operazioni di mercato aperto.[20]

Da qui, l'ulteriore necessità di individuare le caratteristiche (organizzative ed operative) di soggetti che, il più delle volte, fanno applicazione di *sperimentati* schemi giuridici previsti dalla disciplina speciale (in materia di intermediazione e di gestione collettiva del risparmio),[21] nonché di *innovative* strutture negoziali non sempre riconducibili *tout court* alle tradizionali formule di circolazione della ricchezza.[22]

Significativa, sul punto, è la regolazione europea che raccorda le modalità di svolgimento dell'attività bancaria (tradizionale) ai profili strutturali degli enti creditizi (vigilati),[23] cui si ancora la scelta delle autorità di supervisione di adottare specifici provvedimenti in materia di governo societario e controlli interni, in vista del buon funzionamento dell'ente creditizio.[24] Non v'è dubbio che l'attenzione

[20]Cfr. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, p. 221 ss.

[21]Ciò, sia nella gestione dei beni, sia nella amministrazione dei rapporti con gli investitori; sia consentito il rinvio al classico lavoro di PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, *passim* per un approfondimento delle criticità che possono dar luogo a degenerazioni patologiche del rapporto banca-clientela, avendo riguardo alle forme di supervisione necessarie per assicurare l'osservanza del principio della sana e prudente gestione cui devono conformarsi gli andamenti aziendali.

[22]Cfr. COLOZZA, *Standardization of Credit Default Swaps Market*, SSRN Research Paper no. 2366447, ove si analizzano gli effetti di talune delle clausole maggiormente diffuse tra I regolamenti negoziali dei CDS.

[23]Non ci si riferisce solo ai presidi di adeguatezza patrimoniali disposti dalla Direttiva 2013/36/EU (cd. CRD IV) ed al relativo Regolamento UE n. 575/2013 (cd. CRR), ma anche alle specifiche previsioni introdotte dal Regolamento UE n. 1024/2013 in relazione all'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria; cfr. sul punto CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, p. 33 ss.

[24]Si veda, in proposito, il Primo Aggiornamento del 6 maggio 2014, relativo alla Parte Prima delle Disposizioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, il quale ha inserito

prestata dal regolatore alla struttura organizzativa degli enti in parola, se per un verso è volta a superare taluni limiti della vigilanza regolamentare (talora incentrata sulla mera verifica dei modelli matematici previsti dalle regole di adeguatezza patrimoniale, *i.e.* gli Accordi di Basilea), per altro sembra suscettibile di generalizzata applicazione nel mercato finanziario, ogni qual volta si ha a che fare 'con i soldi degli altri'.[25]

Viene, quindi, in considerazione l'esigenza di evitare operazioni elusive che si realizzino attraverso la promozione, da parte di un ente creditizio, di piattaforme aperte che raccordino l'azione di una pluralità di soggetti non vigilati, al fine di far fuoriuscire dal perimetro della supervisione una parte della propria attività bancaria e finanziaria.

A fronte di tale esigenza rileva il Regolamento n. 648/2012 (cd. Emir) che - se riguardato alla luce delle disposizioni introdotte dalla direttiva 2014/65/UE (cd. Mifid II) e dal regolamento n. 600/3014 (cd. Mifir)[26] - mette in luce una svolta disciplinare nell'industria in esame, consentendo agli operatori di mercato di fare affidamento su procedure omogenee di compensazione e liquidazione dei saldi monetari.[27]

Si versa, infatti, in presenza di un orientamento disciplinare che segna il rafforzamento dei presidi connessi alle fattispecie in parola; presidi riferibili all'esercizio di un'attività riservata e, quindi, alla presenza di livelli organizzativi minimi. In tale contesto, la previsione di 'criteri non discriminatori' - recata dalla

---

un nuovo Titolo IV denominato "Governo societario, controlli interni, gestione dei rischi". Cfr, per l'impostazione previgente, COSTI - VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 62, 2008, p. 19 ss.

[25]Cfr. GALLINO, *Con i soldi degli altri. Il capitalismo per procura contro l'economia*, Torino, 2009, *passim*

[26]Cfr., sul punto, SEPE, *La Mifid II e i mercati*, e TROISI, *La negoziazione degli strumenti finanziari e l'accesso non discriminatorio alle procedure di regolamento*, in AA.VV., La Mifid II, a cura di Troiano e Motroni, p. 265 ss.e p. 527 ss.

[27]Cfr.LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, p. 642 ss.
Si veda altresì BALZOLA, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, p. 36 ss.

Mifid II - proietta le forme più diffuse di *sharing economy* verso un mercato privo di barriere regolamentari, nel quale gli interessi di negoziazione si incontrano in base a logiche non discrezionali che assicurano la parità concorrenziale nella compensazione di qualsivoglia operazione eseguita nelle sedi di riferimento.

Concludendo sul punto, appare utile soffermarsi sull'ordinamento italiano che, nel disciplinare gli intermediari non bancari, sottopone a riserva le attività delle piattaforme informatiche nella misura in cui siano riconducibili a forme di mediazione creditizia ovvero a sistemi di pagamento.[28] Sicché, nel nostro Paese, la fase di *origination* risulta sottoposta a presidi che, per quanto originariamente orientati verso altri fini, presentano i lineamenti essenziali per la selezione dei soggetti deputati alla erogazione dei finanziamenti che alimentano lo «shadow credit intermediation process». Del resto, anche le successive fasi di trasformazione sono sottoposte a regimi disciplinari speciali, facciano esse riferimento ai meccanismi di cartolarizzazione ovvero ai fondi di credito. Quanto al collocamento dei prodotti finanziari che per tal via si realizzano, va da sé che le ordinarie regole di correttezza e trasparenza dovrebbero evitare combinazioni di rischio e rendimento lontane dai punti di equilibrio che dovrebbero caratterizzare i mercati (retail e non).

4. Negli ordinamenti dei Paesi ad elevato tasso di finanziarizzazione dell'economia non è dato riscontrare una «norma fondamentale» che definisca la nozione di *sharing economy*, tale cioè da considerare unitariamente i soggetti che si cooperano per la circolazione dei capitali. Si versa, infatti, in presenza di un fenomeno che si qualifica con riguardo all'opzione dei privati di non far circolare i propri capitali all'interno del patrimonio di un ente creditizio, sicché - a livello operativo - è possibile rilevare sia l'esistenza di un intreccio di rapporti gius-economici,

[28]Per i principi generali sottesi dalle considerazioni esposte nel testo si vedano i lavori di TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in AA.Vv., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, p. 355 ss.

sia l'assenza di un apparato autoritativo di regolazione e controllo (ad essi dedicato).[29]

A ben considerare, una compiuta definizione del fenomeno in considerazione deve aver riguardo, sul piano soggettivo, ai soggetti dianzi indicati (indipendentemente dalla loro inclusione nel perimetro della supervisione pubblica) e, sul piano oggettivo, alle operazioni volte a realizzare la circolazione di capitali (in via tradizionale, sintetica o derivata) al di fuori dei mercati regolamentati, senza il coinvolgimento di intermediari vigilati.

V'è, in altri termini, un coacervo di entità e rapporti giuridici che tendono a costituire un sistema aperto (o meglio, ad ordinarsi in esso). A ciò consegue l'interesse del pubblico per forme operative a carattere sistemico, tali cioè da esser attuate su un piano multilaterale o bilaterale in modo da influenzare le variabili finanziarie di riferimento, riconducibili ad unitarietà in un insieme discontinuo di processi eterogenei, retti da un sistema aperto di strutture finanziarie condivise. All'interprete resta il compito di valutare la rispondenza ai noti fini di utilità sociale degli scopi che per tal via si perseguono, verificando i livelli di coesione dell'insieme di riferimento.[30]

Alla luce delle considerazioni che precedono appare necessario soddisfare l'esigenza di appositi presidi regolamentari che, a fronte di specifici oneri, riescono a mantenere un livello minimo di qualità dei prodotti e dei servizi finanziari. Non v'e dubbio che, anche dopo la recente fase di innovazione tecnologica, permangano significative condizioni di asimmetria e, quindi, le tradizionali difficoltà

[29]Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 35 ss. ove ci si sofferma sulla «valorizzazione del cd. shadow banking», avendo riguardo ai limiti del modello ed alle misure interventistiche prospettate dall'autorità di regolamentazione.

[30]Si veda, al riguardo, DRAGHI, *Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015*, Strasbourg, 21 Novembre 2016, le cui riflessioni sul ruolo della BCE nel sistema economico europeo consentono di identificare i presupposti dell'intervento pubblico nel mercato dei capitali e, quindi, di poter ipotizzare il percorso più opportuno per la valutazione delle scelte regolamentari destinate a presidiare il settore in esame.

dell'operatore nel determinare la qualità dei beni offerti nel mercato finanziario.[31] Quel che resta da chiarire è l' *attualità* degli sperimentati presidi (che hanno dato sinora contenuto all'intervento pubblico nel mercato) e, dunque, la possibilità che le tradizionali forme della vigilanza siano applicabili ai mercati della *sharing economy*, attraverso una regolamentazione ancorata alla riserva (di attività) ed alla garanzia (della capacità dei beni di assolvere allo scopo cui sono destinati, per un determinato periodo di tempo).

Significativa, al riguardo, è l'attitudine della riserva di attività ad assicurare l'affidabilità dei soggetti che assumono come oggetto sociale lo svolgimento di compiti specifici nel mercato dei capitali.[32] Ed invero, è la relativa disciplina a specificare il rapporto esistente tra la natura dell'attività (riservata) e le condizioni per l'autorizzazione al relativo svolgimento (e, conseguentemente, le ragioni che giustificano il mantenimento di barriere regolamentari all'entrata nel mercato del risparmio e del credito). Del resto, nella fattispecie, l'apposizione di una specifica riserva non sembra circoscrivere la propria funzione con riguardo alle sole finalità di vigilanza microprudenziale, ma appare propedeutica all'esercizio delle politiche volte a contrastare le crisi sistemiche, sicché essa si pone a base dell'applicazione delle forme di «coordinamento aperto» e coinvolgimento dei destinatari (sperimentate dalle autorità di vigilanza), escludendo dall'ambito interventistico pub-

[31] Si vedano, al riguardo, le considerazioni di VISCO, *Banche, crisi e comportamenti*, Milano, 9 novembre 2016, che si compendiano nella conclusione secondo cui «Buone norme, adeguate tempestivamente al passo dell'innovazione tecnologica e finanziaria, sono essenziali per prevenire e scoraggiare i comportamenti scorretti, ma non bastano. È fondamentale innanzitutto un'ampia azione volta a rafforzare la capacità dei consumatori e degli investitori di compiere scelte finanziarie valutando correttamente le informazioni di cui dispongono» (p. 13).

[32] Affronta congiuntamente il principio della riserva e le dinamiche dell'evoluzione tecnologica CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 10 d. lgs. 385 del 1993*, in AA.VV. *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2012, p. 114 ss., laddove il primo «non interferendo con la libertà di iniziativa economica privata, lasci aperto lo spazio a ulteriori, possibili forme esplicative dell'attività, purchè svolte nel riferimento ai criteri ordinatori che salvaguardano la concorrenza e, attraverso questa, l'efficienza economica», mentre le seconde lasciano intravedere «uno scenario nel quale la completa virtualità dei sistemi bancari e finanziari assurge a presupposto di un'attività che si caratterizza sempre più per dinamismo, snellezza ed efficienza».

blico i soggetti dello «shadow banking system».[33]

Pertanto, appare attuale il suggerimento secondo cui «in un momento, come l'attuale, nel quale da più parti si avanzano valutazioni ed interpretazioni delle profonde modifiche in atto nel nostro sistema finanziario, appare particolarmente opportuna una ricerca volta ad identificare le linee-guida del processo evolutivo della legislazione economica italiana. … Gli interessi in gioco sono rilevanti e premono nel senso di un effettivo rinnovo del pluralismo delle strutture finanziarie e di un riequilibrio degli assetti istituzionali di mercato … Non si tratta di rimettere in discussione i caratteri che fino ad oggi hanno individuato la fisionomia dell'ordinamento bancario, bensì di raccordarli alle innovazioni degli anni più recenti».[34]

Valerio Lemma

Associato di diritto dell'economia
nell' Università degli Studi "Guglielmo Marconi" di Roma

[33]Appare utile richiamare le considerazioni di ONADO, *Tre banche un soldo*, in *LaVoce.info*, 2017 ove l'A. si interroga sulle ragioni del dissesto delle banche di provincia «che fino a pochi anni fa andavano a gonfie vele».

[34]Come concludeva il primo quaderno di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia, di CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Ottobre, 1985, p. 38

CRIPTOMONETA E DISTACCO DALLA MONETA LEGALE: IL CASO BITCOIN[*] [**]

(*Cryptomoney and disjointment from legal money: the Bitcoin case*)

ABSTRACT: *The very concept of legal money has been evolving over the last decades, and particularly in the last years. Scriptural money or "bank money" is now widely considered as an equivalent of paper money and coins, and as such a main part of "sovereign money".*

In the last years, new species of "money", free money and virtual money, have increasingly been accepted as a mean of payment. The common characteristic of these currencies is loss of referral to a central issuing authority directly or indirectly controlled by a sovereign State. However, until very recently free and virtual money have been circulating within small sized communities or among limited online operators.

This has changed when a new encryption based virtual money, Bitcoin, has been created. The success of Bitcoin have caused economists, sociologists and law scholars to investigate its nature and scope.

The paper examines the history and possibile prospects of Bitcoin, taking both its characteristic as technical device and its juridical nature into account. Given the experience of abnormal fluctuations in its value (compared to fiat money and common currencies) the conclusion is that Bitcoin does not seem to be able to be considered as "proper" money, rather than a financial instrument of speculative nature.

SOMMARIO: 1. L'evoluzione del concetto di "moneta legale" e la dematerializzazione monetaria. - 2. Free money e monete virtuali - 3. Bitcoin e le criptovalute. - 4. Bitcoin e le tre funzioni della moneta: analisi comparativa. - 4.1. Informazioni preliminari - 4.2. Bitcoin come mezzo di scambio. - 4.2.1. Costi di transazione. - 4.2.2. Anonimato e trasparenza. - 4.2.3. Corso legale. -

[*]Contributo approvato dai revisori.

[**]Nel presente saggio i § 1-3 e 6 sono stati redatti da Giuliano Lemme, i § 4-5 da Sara Peluso

4.2.4.Costi fissi. - 4.2.5. Esternalità/Economia di rete. - 4.2.6. Risoluzione delle controversie. - 4.2.7.Credito e riserva frazionaria. - 4.3. Bitcoin come unità di conto - 4.3.1. Divisibilità. - 4.3.2. Volatilità dei prezzi. - 4.4. Bitcoin come riserva di valore - 4.4.1. Tendenza deflazionistica. - 4.4.2. Sicurezza informatica. - 5. Bitcoin e la volatilità. - 6. Conclusioni.

1. In pochi campi come in quello degli studi sulla moneta si sono visti in tempi recenti una così brusca accelerazione ed un mutamento così subitaneo delle posizioni della dottrina e della giurisprudenza.

È nota infatti la posizione molto netta che vedeva una identificazione pedissequa tra l'espressione "moneta legale", contenuta in particolare nell'art. 1277 c.c., e la moneta fisica, ossia le banconote e le monete metalliche. Nonostante si andassero nel tempo diffondendo altre forme di circolazione monetaria (*in primis* la moneta scritturale o bancaria, poi la moneta elettronica) vi erano notevoli resistenze ad ammettere che questa identificazione, in certo qual modo scontata all'epoca di redazione del codice civile, fosse stata superata.

Una giovane generazione di studiosi ha messo in crisi questa teoria[1], basandosi sulla considerazione che la progressiva sostituzione della moneta dematerializzata alla moneta materiale rendesse di fatto inaccettabile l'idea che solo quest'ultima potesse essere considerata mezzo di adempimento proprio ed esclusivo delle obbligazioni pecuniarie. A mia volta, prendendo spunto da queste teorie (all'epoca certamente rivoluzionarie) avevo suggerito[2] che l'espressione "moneta legale" si riferisse oramai ad un contesto normativo che definisse la legge di circolazione monetaria e di conseguenza l'adempimento della funzione di pagamento.

Questi principi (in particolare, la non coincidenza moneta fisica – moneta legale) possono dirsi oramai acquisiti. Il "contante" sta oramai progressivamente

[1]Mi riferisco in particolare agli scritti di SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1977 e di FARENGA, *La moneta bancaria*, Torino, 1997

[2]Cfr. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, e *La rivoluzione copernicana della cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2008, II, pagg. 553 segg.

venendo meno, eroso sia dall'alto, a livello normativo, dall'imposizione di misure che ne limitano la circolazione, sia dal basso, a livello empirico, per l'ovvia maggior praticità dell'uso di forme alternative di trasmissione di moneta in un contesto nel quale gli acquisti a distanza di beni e servizi stanno divenendo la regola, anziché l'eccezione[3].

Sinora, peraltro, la maggior attenzione degli studiosi si è concentrata sulla individuazione delle forme più diffuse di moneta alternativa al contante, quali, come si diceva, la moneta bancaria e la moneta elettronica, fermo restando che a questo tipo di monete (*rectius*, di strumenti di circolazione monetaria) non veniva mai ricondotta una estraneità al sistema dei pagamenti normativamente individuato. Al contrario, il diffondersi di queste forme di circolazione comportava semmai l'esigenza di definirne la portata e regolarne gli effetti, come nel caso delle Direttive PSD, inserite nel contesto dell'armonizzazione dei servizi di pagamento nell'area europea.

In altri termini, nessuno ha mai dubitato che la moneta bancaria e la moneta elettronica si ponessero all'interno della sovranità monetaria (nazionale o, per i Paesi dell'area euro, europea) e di conseguenza che queste forme di moneta fossero protagoniste, e non certo antagoniste, rispetto al concetto di moneta legale.

L'idea così netta di un rapporto necessario tra moneta e regolamentazione ha fatto perdere di vista un dato economico fondamentale: la moneta, quando non supportata da beni aventi valore intrinseco (c.d. *commodity-backed money*) circola essenzialmente in base ad un rapporto di fiducia verso l'emittente (c.d. *fiat money*)[4]. Se è vero che l'emittente, negli ordinamenti moderni, coincide con la

[3]Alcuni dati sull'incremento delle transazioni in mezzi di pagamento diversi dal contante possono rinvenirsi in BONAIUTI, *Le nuove forme di pagamento: una sintesi degli aspetti economici*, in *AGE – Anal. Giur. Economia*, 1/2015, pagg. 17 segg.

[4]Senza voler ripercorrere il dibattito sul punto, il che esula del tutto dagli scopi di questo intervento, mi sia consentito rinviare a *Moneta e istituzioni monetarie*, a c. di GIANNINI e PITTALUGA, Milano, 2001; di quella raccolta di saggi, si veda in particolare KLEIN, *L'offerta concorrenziale di moneta*, pagg. 87 segg. La natura fiduciaria della moneta è stata richiamata anche nel paper *Virtual Currency Schemes* della BCE (Ottobre 2012).

banca centrale, alla quale l'autorità sovrana in un determinato contesto attribuisce il compito dell'emissione di moneta, nulla vieta, in astratto, che una determinata comunità, territoriale o non territoriale, concordi al proprio interno dei mezzi alternativi di adempimento dell'obbligazione pecuniaria. Tali mezzi non sono "protetti" dall'ordinamento, e dunque la loro accettazione dipende da relazioni contrattuali interne alla comunità, piuttosto che da una regolamentazione esterna.

Tuttavia, l'idea che il mercato monetario sia un mercato concorrenziale, piuttosto che monopolistico, ha da sempre affascinato gli economisti[5]. In effetti, il ruolo primario dello Stato nella gestione della moneta attraverso la propria banca centrale è dovuto più ad esigenze di controllo della politica monetaria che ad una astratta impossibilità di stabilire la presenza contemporanea di più valute concorrenziali.

Si tenga inoltre presente, a completare quest'analisi, la possibilità per uno Stato di rinunciare alla propria sovranità monetaria piena per adottare quale unità di conto e mezzo di pagamento una moneta emessa da un altro Stato. Nel mondo sono numerosi i casi di questo tipo di comportamento, che in Europa, escludendo i micro Stati, riguarda ad esempio il Montenegro.

Il quadro che si pone di fronte all'interprete è dunque quello di estrema fluidità. Se al momento il monopolio centrale in tema di emissione di moneta sembra ancora relativamente solido, più di un segnale testimonia un crisi che alcuni vedono oramai irreversibile[6].

Interessante riportare anche un'opinione di natura diversa, quella di G. INGHAM, *La natura della moneta*, Roma, 2016, in particolare a pagg. 33 segg., ove si afferma che la moneta statale viene creata a partire dalla promessa per lo Stato di accettarla in pagamento delle tasse. Le considerazioni dell'A. si basano su un approccio (anche) sociologico al problema della natura della moneta.

[5]V. KLEIN, *op. loc. cit*; FRIEDMAN, SCHWARTZ, *Del ruolo dello Stato nelle questioni monetarie*, in *Moneta e istituzioni monetarie*, *cit.*, pagg. 117 segg.

[6]Ad esempio ORTINO in *La struttura delle rivoluzioni economiche*, Bari, 2010, pagg. 491 segg., segnala come la crisi sia dovuta a tre fattori concatenati: quello più risalente è la circolazione della moneta cartacea e la conseguente concorrenza delle banche rispetto alla potestà statale di conio; il secondo è l'indipendenza delle banche centrali dal potere politico-amministrativo; il terzo è l'affermarsi di una società nella quale altri mezzi di adempimento delle obbligazioni pecuniarie sembrano destinati a soppiantare la moneta come attualmente la si intende. Significativamente, l'A. afferma che "*tutto ciò potrebbe essere seguito nel futuro (prossimo o lontano), da una*

D'altro canto, va evidenziato che il dualismo moneta statale – moneta bancaria (con quest'ultima che si configura in effetti come una moneta privata) viene ulteriormente reso attuale proprio dal superamento – cui facevo sopra cenno – del concetto di moneta legale come sinonimo di moneta emessa dallo Stato e, per esso, dalla banca centrale. Se infatti le precedenti teorie che attribuivano alla moneta bancaria il ruolo di prestazione in luogo di adempimento sono oramai venute definitivamente meno[7] e dunque la moneta bancaria non è altro che una forma trasmissiva di moneta del tutto analoga ed equivalente alla moneta statale, non ha più senso parlare del monopolio pubblico della moneta come di un paradigma assoluto. Non va dimenticata, in proposito, l'istituzionalizzazione funzionale della moneta scritturale (e di quella elettronica) operata dal d. lgs. 27.1.10 n.11, che ha recepito la Dir. 2007/64/CE (c.d. PSD, Payment Services Directive), e dunque ha definitivamente chiuso il dibattito sul valore solutorio della moneta scritturale.

In questo senso, possiamo dire di trovarci oggi di fronte ad un (quasi) perfetto *level playing field*: i prestatori di moneta (*rectius*, di servizi di circolazione monetaria) sono sostanzialmente posti sullo stesso piano, attuando così un meccanismo concorrenziale nel quale il ruolo pubblico diviene in sostanza quello di regolatore dell'offerta di moneta, piuttosto che di "produttore" (uso un termine caro al mio Maestro).

Ma non basta. La conseguenza del progressivo slittamento verso uno stato di concorrenzialità nella produzione e circolazione di moneta si accompagna di pari passo con la sua progressiva dematerializzazione. Il fenomeno nasce in tempi certamente non recenti (la moneta scritturale è, evidentemente, moneta dematerializzata, in quanto all'essenza fisica di monete metalliche e banconote si è sostituita l'annotazione) ma il fattore decisivo è stato senza dubbio l'entrata in una nuova fase del fenomeno della globalizzazione, che oggi si estrinseca soprattutto in termini di agevolazione degli interscambi economici tra consumatori ed im-

ulteriore fase in cui si passerebbe tout court *dalla moneta libera e dalla moneta megabyte alla non moneta, a uno strumento cioè di scambio di natura cibernetica*" (pag. 494)

[7]Cfr. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, cit. pagg. 87 segg.

prese[8]. È sin troppo evidente che la fisicità della moneta sarebbe di fatto incompatibile con la possibilità di trasmetterla da un luogo all'altro senza la contemporanea presenza del datore e del percipiente; d'altro canto, anche i mezzi di trasmissione di moneta scritturale conoscono dei limiti, proprio in rapporto ai quali è stata regolamentata la moneta elettronica[9], che dunque si sta a propria volta affermando come forma più diffusiva di moneta dematerializzata.

Per la verità, la moneta scritturale appare (allo stato) ancora predominante in tutti i casi in cui si tratti di estinguere obbligazioni di importo rilevante[10], perché la moneta elettronica è, quantomeno in generale, stata concepita per permettere l'adempimento di obbligazioni in genere di piccolo importo[11] e per limitare i rischi connessi alle transazioni di *e-commerce* via Internet, in genere anch'esse di importo medio-basso[12]. Non vi è dubbio, tuttavia, che il continuo progresso tecnologico contribuirà, in un futuro prossimo, a favorire la definitiva trasformazione dei mezzi di circolazione monetaria, sempre più privi di substrato materiale e sempre più centrati sull'elettronica[13].

[8]V. CODELUPPI, *La globalizzazione come fenomeno culturale ed economico*, in AA.VV., *Diritto ed economia del mercato*, a c. LEMME, Padova, 2014, pagg. 5 segg.. Il fatto che vi sia stato un tentativo esplicito di agevolare gli scambi internazionali non solo a livello di transazioni economiche e finanziarie di rilevante importo, ma anche di interazioni di piccolo consumo, è ormai un fatto talmente scontato che, ritengo, non ha necessità di dimostrazioni specifiche, che oltretutto esulerebbero dagli scopi di questo saggio. Mi limito a richiamare, per una critica a questa impostazione, il fondamentale scritto di STIGLITZ, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002

[9]In *Moneta scritturale e moneta elettronica*,, cit., pagg. 155 segg., avevo sottolineato come prima l'Istituto Monetario Europeo (IME) poi la BCE, avessero individuato nella moneta elettronica uno strumento specifico per agevolare gli scambi di importo modesto.

[10]Anche in questo caso, si tratta di un dato acquisito, derivante da motivi pratici (i rischi connessi alla trasmissione di moneta contante per importi molto rilevanti) prima ancora che giuridici (l'esistenza di un limite legale all'uso del contante ai sensi della legge 5.7.91 n. 197). Sul punto, v. per tutti SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, pagg.23 segg.

[11]Non è inutile ricordare che una delle prime carte c.d. ricaricabili, la Proton, fu lanciata con una campagna pubblicitaria che ne consigliava l'uso per pagare il pane dal fornaio

[12]Il quinto considerando della Direttiva 2000/46/CE (Direttiva IMEL) faceva esplicito riferimento al commercio elettronico, mentre la Direttiva 2009/110/CE (Direttiva IMEL2) indica i consumatori come destinatari principali della nuova normativa

[13]Tra i tanti progetti già implementati o allo studio basti citare quelli basati sul telefono cellulare come Apple Pay, le carte di credito *contactless*, fino a recenti e futuribili (ma anche già tecnicamente possibili) impianti di microchip nel corpo umano per consentire pagamenti in via elettronica senza l'uso di alcun dispositivo esterno.

2. L'idea della moneta privata è stata sinora legata essenzialmente alla presenza del sistema bancario, che come sopra si riferiva svolge un ruolo concorrenziale rispetto allo Stato nella gestione della politica monetaria. Tuttavia, la concorrenza è in questo caso tutt'altro che perfetta: la banca centrale, ossia il soggetto che vigila sul sistema bancario in gran parte dei Paesi ad economia capitalistica[14] ha in realtà natura di soggetto di diritto pubblico, sia pure con diverse sfumature nei vari Paesi[15].

Ne consegue che, in realtà, allo stato attuale gli Stati sono in grado di determinare o quantomeno di indirizzare la politica monetaria, pur dovendo interagire con soggetti privati quali le banche.

Tuttavia, la realtà di una moneta controllata direttamente o indirettamente dallo Stato non è, ed in verità non è mai stata, l'unica opzione. Gli economisti hanno infatti distinto una serie possibile di situazioni nelle quali si possono distinguere:

a. monete nazionali;

b. monete adottate (come nel caso del Montenegro per l'euro);

c. monete parallele (come nel caso delle valute nazionali nel periodo transitorio 1999-2002 rispetto all'euro, ma anche come nel caso del Laos, nel quale circolano sia la valuta nazionale, il kip, che il baht thailandese ed il dollaro americano);

d. monete del mercato nero (non ufficialmente ammesse, ma circolanti di

[14]Vistosa eccezione è il Giappone, ove la vigilanza sul sistema bancario è affidata ad un'agenzia governativa, la FSA (Financial Services Authority); v. LEMME, *Il sistema bancario giapponese: spunti comparatistici*, in Banca, borsa e tit. cred., 2011, pagg. 520 segg.

[15]Sulla natura pubblicistica della Banca d'Italia v. FERRO-LUZZI, *Cos'è la Banca d'Italia?*, in Banca, borsa e tit. cred., 2007, pagg. 364 segg.. La BCE, in base al trattato FUE (art. 282) ha personalità giuridica di diritto internazionale, e quale istituzione della UE ha certamente natura pubblicistica, sia pur indipendente dai governi dei Paesi membri. Del resto, il "modello" delle banche centrali, ossia la Bank of England, ha natura di *public sector institution* (http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/foi/disc091106.aspx).
Il consenso tra gli economisti sul controllo pubblico sulla politica monetaria è del resto unanime: per tutti, v. KLEIN, *The competitive supply of money*, in *Journal of money, credit and banking*, 1974, specie a pag. 423 ove si afferma che "*few areas of economic activity can claim as long and unanimous a record of agreement on the appropriateness of governmental intervention as the supply of money*".

fatto in base a tassi di cambio diversi dall'ufficiale, come il dollaro USA in Argentina);

e. monete alternative (accettate nell'ambito di un particolare contesto e/o comunità, come il Totnes pound, il Brixton pound e le criptovalute)[16].

È anche interessante notare come nell'ambito delle moneta alternative (che costituiscono il punto di interesse focale di questo saggio) possano ulteriormente distinguersi monete ad utilità intrinseca, di tipo token o digitali.

Le prime si andarono diffondendo in contesti particolari, come nel caso delle sigarette in contesti carcerari e durante la Seconda Guerra Mondiale[17], ma sono tuttora diffuse in alcuni Paesi africani, dove le ricariche per telefono cellulare vengono scambiate ed usate come moneta[18].

La moneta di tipo token (gettone) prende il nome dai British tokens, gettoni metallici (in genere di rame) che vennero coniati in Gran Bretagna per far fronte alla carenza di monete circolanti di piccolo taglio[19]. La pratica si diffuse in altri contesti, e sostanzialmente si andò esaurendo gradualmente solo alla fine del XIX secolo. Peraltro, ci sono almeno due sviluppi più moderni della moneta token. Il primo è il cosiddetto Depression Scrip, una sorta di titolo di credito che circolò durante la Grande Depressione degli anni '30 per far fronte alla riduzione drastica della liquidità circolante[20]. Il secondo è rappresentato dai c.d. mini assegni, che circolarono in Italia negli anni '70 del secolo scorso a fronte della drastica riduzione della massa circolante di monete da 50 e 100 lire[21]. Oggi vi sono alcuni esempi di monete token in tutto il mondo, ma particolarmente in Gran Bretagna, ove

[16]Cfr. HILEMAN, *A history of alternative currencies*, London, 2014, pag. 8
[17]Cfr. RADFORD, *The economic organisation of a POW camp*, in Economica, 1945, pagg. 189 segg.
[18]Cfr. *Airtime is money: the use of pre-paid mobile-phone minutes as a currency*, in The Economist, 19.1.2013. In Kenya, un particolare servizio, MPESA, consente l'acquisto di beni e servizi attraverso il credito del cellulare, e questo spiega in parte il diffondersi di questo particolare tipo di moneta ad utilità intrinseca.
[19]Cfr. http://www.thecoppercorner.com/history/18thC_hist.html.
[20]Cfr. HARPER, *Scrip and other forms of local money*, Chicago, 1948
[21]È ironico che questo tipo di moneta token andò a sostituire l'altro mezzo di emergenza usato per far fronte alla scarsità di moneta, ossia il gettone telefonico (diffuso, e chi scrive lo ricorda bene, accanto a "monete" ad utilità intrinseca, come i francobolli e persino le caramelle)

l'esempio più noto è quello del Brixton pound, moneta complementare che circola nell'ambito della comunità di Brixton, nel sud est di Londra (zona nota per la vivacità culturale e per la composizione multietnica della popolazione, con significativa e risalente presenza di immigrati delle Indie Occidentali). Altro esempio, sempre inglese, è quello del Totnes pound, diffuso nella località di Totnes nel Devon[22].

Il fenomeno di gran lungo più rilevante è però quello delle monete virtuali di tipo digitale.

L'idea, cui sopra accennavo, che il progressivo avanzare della globalizzazione (indissolubilmente legato al diffondersi dell'infrastruttura di Internet) dovesse accompagnarsi alla nascita ed alla progressiva espansione del commercio elettronico indusse ben presto alcuni operatori ad immaginare forme di pagamento che consentissero di superare, tra le altre cose, i due problemi principali connessi a questa forma di economia: il timore di frodi informatiche ed il superamento degli aggravi di costo conseguenti al cambio valutario. Sin dai primi anni '90, dunque un esperto in crittografia, David Chaum, brevettò il sistema ecash, che ebbe vita breve (1995-1998), principalmente a causa della diffusione ancora poco capillare della Rete e del fatto che una sola banca, per di più di piccole dimensioni, accettò di convenzionarsi con ecash.

Il caso forse più clamoroso di moneta digitale, anche per le caratteristiche che ne contrassegnarono la nascita, è però certamente quello del Linden Dollar, creato per consentire la nascita di una vera e propria economia parallela nel MMORPG[23] Second Life.

L'ambizione di questa piattaforma era quella di creare una vera e propria realtà alternativa, in cui ciascun giocatore potesse svolgere attività analoghe o

[22]Le monete cartacee complementari di tipo locale, in Inghilterra, hanno in verità una storia molto risalente. Già nel 1832, infatti, Robert Owen introdusse i "buoni lavoro" come forma di retribuzione delle classi disagiate.
Oggi la moneta complementare locale in Inghilterra circola per alcune centinaia di migliaia di sterline: v. NAQVI, SOUTHGATE, *Banknotes*, *local currencies and central bank objectives*, disponibile su http://www.bankofengland.co.uk/ publications/ Documents/ quarterly bulletin/201 3/qb1304prereleasebanknotes.pdf. V. anche HILEMAN, *op. cit.*, pagg. 12 segg.
[23]Massive Multi-player Online Role Playing Game

completamente differenti da quelle della vita reale, ma in un contesto più anonimo e dunque per certi versi più "appagante". Per conferire ulteriore realismo all'esperienza, il mondo virtuale di Second Life prevedeva la retribuzione delle attività degli utenti che potessero essere di interesse per altri giocatori, sotto forma di una particolare moneta denominata, appunto, Linden Dollar. Il Linden Dollar aveva la particolarità di non essere semplicemente usabile all'interno del gioco (come avviene normalmente nei giochi di ruolo) ma di poter essere convertito in moneta reale[24].

Nel successo almeno iniziale di Second Life (per la verità effimero) era sin troppo agevole, dal punto di vista sociologico, trovare i germi di quella che è in fondo una caratteristica delle monete complementari: il porsi al di fuori degli schemi di regolazione tradizionali e centralizzati, e di avere così una matrice "anarchica" che contribuisce al suo diffondersi, anche in chiave antisistema[25].

3. È comunque con Bitcoin che la moneta complementare di tipo digitale raggiunge l'espressione sin qui più compiuta, più aperta, più decisamente simile alla vera e propria moneta[26].

La nascita di Bitcoin è stata – volutamente – tenuta avvolta in un'aura misteriosa e quasi mitica: un programmatore che si celava sotto lo pseudonimo *Japanese sounding* Satoshi Nakamoto[27] nel 2009 avrebbe creato l'algoritmo di

[24]Le peculiarità di Second Life e del Linden Dollar hanno appassionato sociologi ed economisti. In lingua italiana, rimane fondamentale il saggio di MACARIO, *Il passato, presente e futuro del mondo virtuale Second Life*, Roma, 2014. Per una prospettiva economica v. KAPLAN, HANLEIN, *Consumer use and business potential of virtual worlds: the case of Second Life*, in International Journal of Media Management, 2009

[25]Sono numerosi i casi di monete complementari nate per motivi più o meno dichiaratamente politici, come nel caso del lombard in Lombardia

[26]Cfr. HILEMAN, *op. cit.*, pagg.15 segg., distingue tra "money" e "currency": la prima sarebbe la moneta in senso lato, in tutte le sue funzioni, mentre la seconda sarebbe mezzo di scambio. Sotto questo profilo, potremo sin d'ora anticipare che Bitcoin è più "currency" che "money". Sul punto, in una chiave di lettura filosofica, v. TURI, *La distinzione fra moneta e denaro*, Roma, 2009. L'A. nota, anche con esempi lessicali, che in effetti la moneta non può essere usata come sinonimo di denaro, ma nota un'ambiguità del termine *money* nella lingua inglese, che viceversa, come abbiamo appena visto, gli economisti moderni tendono a superare.

[27]Come è noto, recentemente un imprenditore australiano, Craig Wright, ha rivelato di essere l'inventore di Bitcoin. La reazione incredula quando non decisamente ostile di parte della

funzionamento di questa criptovaluta. Funzionamento estremamente complesso, basato però su un dato fondamentale: la creazione stessa della moneta è fenomeno condiviso dalla comunità, in quanto "fabbricare" Bitcoin significa al tempo stesso contribuire alla sicurezza del sistema. Non solo: non vi è nessun ente o soggetto centrale che controlla l'emissione, che quindi è basata su un meccanismo *peer to peer* puro, in cui ciascun utente ha diritti pari a quelli degli altri. In mancanza di un soggetto singolo con diritti di gestione della moneta, è dunque il solo algoritmo di creazione che ne definisce le caratteristiche ed i limiti di emissione[28].

Tra gli aspetti sostanziali di Bitcoin vi è dunque l'assenza di un soggetto intermediario nella trasmissione di moneta. L'intermediazione (sia quella svolta dalla Banca Centrale, che garantisce che l'emissione di moneta avvenga nell'ambito delle regole stabilite dallo Stato, sia quella delle banche, nel caso di moneta scritturale) è volta sia a consentire la circolazione, sia a garantire che la moneta non venga duplicata, nel senso che la sua trasmissione si accompagni ad una diminuzione della disponibilità materiale del pagante[29]. Con Bitcoin, il particolare meccanismo garantisce che, nella normalità dei casi, la duplicazione sia di fatto impossibile[30]. Questo ovviamente non fa che rafforzarne la natura in certo senso solidaristica, oltre che "anarchica", nel senso sopra spiegato.

Ciò posto, il problema diviene quello di accertare la natura giuridica di Bitcoin (ed in generale di tutte le criptomonete, delle quali Bitcoin, come dicevo, è l'esempio più noto e più diffuso).

Sul punto, dobbiamo partire dalla posizione ufficialmente espressa dalla

comunità virtuale all'annuncio è una tangibile testimonianza della natura "anarchica" sottesa al successo di questa moneta.

[28]La letteratura scientifica su Bitcoin è oramai ampia; per quanto concerne gli aspetti giuridici, il testo più completo è probabilmente AA.VV., *The law of Bitcoin*, Bloomington, 2015, ma non mancano testi in lingua italiana, tra i quali segnaliamo: CAPACCIOLI, *Criptovalute e Bitcoin. Un'analisi giuridica*, Milano, 2015; MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in AGE – Anal. Giur. Economia, 1/2015, pagg. 117 segg.; SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di monete virtuali*, ivi, pagg. 139 segg.

[29]Cfr. HOEGNER, *What is Bitcoin?* In AA.VV., *The law of Bitcoin*,,cit.

[30]Parlo di "normalità dei casi" in quanto, disponendo di une potenza di calcolo superiore al 50% di quella usata nella generazione di Bitcoin, si potrebbe in teoria duplicare la moneta cancellando le transazioni precedenti; di fatto, è allo stato inipotizzabile che un singolo soggetto o più soggetti organizzati possano disporre di una tale potenza di calcolo.

BCE[31]. La Banca Centrale Europea ha dedotto infatti che le monete virtuali, in quanto prive di un apparato normativo che ne stabilisca la funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, non sarebbero moneta. O meglio: lo sarebbero, ma solo nel senso di moneta contrattuale, valida dunque nei meccanismi di scambio in quanto vi sia un accordo tra le parti[32]. Le monete virtuali, continua la Banca, non sarebbero dunque soggette ai meccanismi normativi previsti dalla PSD.

Le conclusioni sono dunque che "*As a result, analysis from the economic and legal perspectives leads to the conclusion that virtual currencies should not be bundled into the generic words of money or currency, even though their technical appearance takes a form which has some similarities to scriptural money and/or electronic money*".

Ora, partendo proprio da quest'ultimo punto, va a mio avviso precisato che la BCE mantiene una posizione estremamente conservatrice sull'uso del termine moneta; lo stesso rapporto ora citato, ad esempio, afferma che "*scriptural money, or bank money, in euro and electronic money (e-money) in euro are not legal tender. Nevertheless, these forms of money are widely accepted for all kinds of payments by choice*". Come ho già detto, riconoscere valore di moneta legale alla sola moneta fisica appare oggi un concetto fondamentalmente superato, in quanto la moneta bancaria e quella elettronica, a seconda del contesto, hanno valore di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie assolutamente analogo a quello della moneta fisica.

Ciò posto, le conclusioni cui giunge la BCE sono a mio avviso fondamentalmente condivisibili, in quanto Bitcoin, e con esso tutte le monete virtuali, non facendo riferimento ad un sistema normativo specifico stabilito da una autorità centrale, non possono assolvere funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie se non, al limite, in base al meccanismo previsto dall'art. 1278 c.c.

Il problema, peraltro, diviene quello di stabilire entro che misura Bitcoin

[31]In *Virtual currency schemes – a further analysis*, Febbraio 2015
[32]ID., pag. 24

possa assolvere la funzione di estinzione di obbligazioni pecuniarie in determinate circostanze. La sin troppo facile (ed immediata) risposta (assunta anche dalla BCE nel citato rapporto) è che tale funzione è limitata al solo contesto in cui, previo accordo delle parti, Bitcoin venga accettata in pagamento. Peraltro, occorre anche sottolineare che ammettere il valore solutorio in questi termini sposta il problema in gran parte dal livello qualitativo a quello quantitativo; detto altrimenti, se Bitcoin o un'altra criptomoneta divenissero *de facto* sufficientemente diffuse, potrebbero ad un certo punto assumere una funzione monetaria in senso stretto[33]. Ciò non significherebbe comunque, si badi bene, che Bitcoin allo stato potrebbe assumere la funzione di moneta legale; perché ciò avvenisse, occorrerebbe che un determinato contesto normativo ne definisse la legge di circolazione, il che allo stato appare contraddetto dallo stesso meccanismo "anarchico" al quale più volte ho fatto cenno[34].

Un significativo passo nel senso di riconoscere il valore di Bitcoin come moneta è stato tuttavia compiuto dalla Corte di Giustizia UE, con la sentenza 22.10.15 (in causa C-264/14, Skatteverket c/ David Hedqvist). La Corte ha infatti stabilito, proprio con riferimento a Bitcoin, che " *le operazioni relative a valute non tradi-*

[33]Sin da tempo risalente i giuristi hanno sottolineato la possibilità di una definizione "espansiva" della moneta; nota, in proposito, è la teoria di OLIPHANT, *The theory of money in the law of commercial instruments*, in Yale Law Journal, 1920, pagg. 606 segg.
Va sottolineato che, sotto questo profilo, le criptomonete hanno maggior attitudine rispetto alle monete complementari di assumere funzione monetaria vera e propria, a causa della espansività potenziale della loro diffusione rispetto alla circoscritta valenza territoriale delle seconde; v. MANCINI, *op. cit.*, pagg. 124 segg.
Va poi notato che la stessa BCE ha fatto leva sull'argomento dell'impatto diffusivo nel cambiare la definizione di moneta virtuale rispetto al precedente rapporto (uscito nell'ottobre 2012). Infatti, sottolinea la Banca, "*it was considered necessary to amend the definition of virtual currency used in 2012 on several aspects.First, it should no longer contain the word "money", since it has become clear that, even today, virtual currencies do not have the nature of a highly liquid asset and have not reached the level of acceptance commonly associated with money*". La definizione adottata nel 2015 è dunque "*a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money*".

[34]Come è stato notato (SCALCIONE, *op. cit.*, pag. 143) la nuova formulazione dell'art. 126 *octies* del TULB, che rimanda all'accordo delle parti la valuta di pagamento, si applica alle sole valute europee, in quanto la norma recepisce direttive comunitarie. A mio avviso, peraltro, la stessa norma, una volta entrata a far parte dell'ordinamento nazionale, potrebbe essere suscettibile di interpretazione estensiva; rimane l'ostacolo, cui più volte ho fatto cenno, della possibile definizione di Bitcoin come "valuta" in senso generale.

zionali, vale a dire diverse dalle monete con valore liberatorio in uno o più paesi, costituiscono operazioni finanziarie, in quanto tali valute siano state accettate dalle parti di una transazione quale mezzo di pagamento alternativo ai mezzi di pagamento legali e non abbiano altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento".

Nella sentenza, di fatto, l'operazione di cambio da Bitcoin a moneta legale è stata riconosciuta alla stregua di una operazione finanziaria di cambio tradizionale (del tipo che il mio Maestro Paolo Ferro-Luzzi riconduceva allo schema tipico "denaro-denaro"). Sebbene questo non comporti il venir meno della mancata riconducibilità di Bitcoin alla moneta legale in senso stretto, nondimeno il significato è quello di un passo avanti verso l'equiparazione piena alla moneta in senso lato.

Non mancano, a questo proposito, esempi di Paesi nei quali si sta andando nella direzione di una piena parificazione di Bitcoin alla moneta legale. In Giappone, il 22.5.2016 la Dieta ha approvato una legge che regola il pagamento in valute virtuali[35] mentre negli Stati Uniti è recentissimo il caso di una pronuncia giudiziaria in base alla quale Bitcoin è moneta, e non una *commodity*[36].

In effetti, il timore principale delle autorità centrali è quello che la diffusione non regolata di Bitcoin possa minare alla base gli strumenti di controllo delle politiche monetarie[37]. Di contro, nel Regno Unito, Paese nel quale l'attenzione verso le criptomonete è crescente grazie al ruolo di Londra quale capitale finanziaria, si sottolinea come l'intrinseca limitazione dell'ammontare di Bitcoin che possono essere creati[38] possa consentire una predizione accurata della massa monetaria circolante e limitare l'inflazione[39].

Il quadro, dunque, è estremamente variegato e complesso. Certamente i governi e le banche centrali si rendono conto delle potenzialità (sinora in gran

[35]Cfr. http://www.japantimes.co.jp/news/2016/05/25/business/diet-oks-bill-regulate-virtual-currency-exchanges/
[36]Cfr. http://www.reuters.com/article/us-jpmorgan-cyber-Bitcoin-idUSKCN11P2DE
[37]Cfr. SCALCIONE, *op. cit.*, pagg. 139 segg.
[38]Tale numero, in base alle caratteristiche del protocollo informatico di creazione, non può essere superiore a 21 milioni circa
[39]Cfr. HM Treasury, *Digital currency: response to the call for information*, Marzo 2015, pag. 17

parte rimaste a livello embrionale) delle criptomonete e di Bitcoin, ed hanno in prevalenza agito su di un piano preventivo. Allo stato, quantomeno su un piano quantitativo, non sembra che Bitcoin possa incidere in maniera significativa sulle politiche monetarie, quantomeno nell'immediato futuro.

Quanto al tema da cui sono partito, ossia la natura (monetaria o meno) delle criptomonete, ritengo possa farsi un ragionamento analogo: la base "consensuale" di circolazione è attualmente troppo ridotta perché si possa parlare quantomeno di equivalenza alla moneta legale; la stessa natura limitata della creazione di Bitcoin ne favorisce il confinamento entro ambiti circoscritti. Il sasso, però, è stato gettato nello stagno; non è detto che, in futuro, non si possano creare altre valute virtuali le cui caratteristiche (e il cui successo) consentano un affiancamento o addirittura una sostituzione alla moneta legale "tradizionale". Ma su questo punto ritorneremo alla fine del presente scritto.

4. Ciò nonostante, l'inarrestabile popolarità e diffusione di Bitcoin ha fatto comunque sì che in ambito accademico sorgesse un vivace dibattito intorno alla possibile futura sostituzione della moneta legale con quella virtuale in generale, e con Bitcoin in particolare, dibattito al quale il presente scritto si propone di contribuire tentando di rispondere in senso induttivo, ovvero partendo dallo specifico studio analitico prima delle caratteristiche intrinseche della valuta Bitcoin, dalla sua nascita fino al 2016, per rispondere al seguente quesito: può davvero Bitcoin funzionare alla stregua di dollaro, euro o yen assurgendo a sostituto per le valute standard?

Nella letteratura corrente è possibile individuare due principali e contrastanti correnti di pensiero sulla capacità o meno da parte di Bitcoin di assolvere le tre principali funzioni della moneta quale mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore[40]. Da una parte c'è infatti chi ritiene Bitcoin una forma di investi-

[40]Cfr. MANKIW (2007). Macroeconomics (6th ed.). New York: Worth Publishers.

mento speculativo più che una moneta vera e propria[41], dall'altra parte c'è chi invece considera Bitcoin una moneta virtuale globale con un enorme potenziale quale futuro sostituto delle valute standard[42]. Tale divergenza di vedute sul piano teorico si reitera – come si è visto - anche sul piano giuridico, laddove si è ben lontani dal raggiungimento di una comune intesa a livello internazionale su quale sia lo status giuridico da attribuire a Bitcoin. Ogni paese inquadra Bitcoin nel proprio ordinamento in modo differente e norme e regolamenti in materia sono in continua evoluzione.

Proprio siffatto contesto d'incertezza suggerisce l'utilizzo del metodo induttivo per districarsi nell'arduo compito di delineare il futuro di Bitcoin. In mancanza di presupposti univoci dai quali partire per trarre le opportune conclusioni è bene rivolgere in primis l'attenzione agli elementi peculiari immediatamente evidenti di Bitcoin per identificare le caratteristiche che potrebbero favorirne e sfavorirne l'uso quale futura moneta globale in relazione alle tre funzioni della moneta poc anzi menzionate operando un'analisi comparativa con le valute tradizionali.

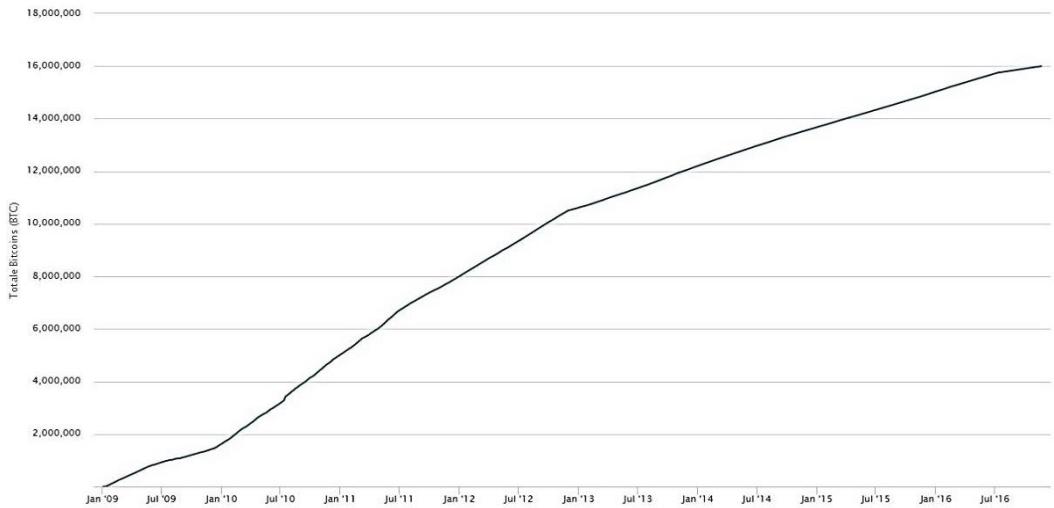
4.1. Come in precedenza accennato, Bitcoin è stata la prima valuta virtuale open source, controllata e generata sfruttando i principi base della crittografia attraverso l'algoritmo di un software libero, ovvero non protetto da copyright e liberamente modificabile dagli utenti, progettato per implementare il protocollo di comunicazione e la rete peer-to-peer che ne consente lo scambio grazie a un database distribuito tra i nodi della rete internet globale che tengono traccia di

[41]Cfr. VELDE, (2013). "Bitcoin: a primer." Chicago Fed Letters No. 317, The Federal Reserve Bank of Chicago. HANLEY, (2014). "The False Premises and Promises of Bitcoin.", Cornell University Library. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747, National Bureau of Economic Research. Williams, M.T. (2014). "Virtual Currencies – Bitcoin Risk." Paper presented at the World Bank Conference, Washington, D.C. October 21, 2014.

[42]Cfr. PLASSARAS, (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." Chicago Journal of International Law 14(1): 377-407; SATRAN, (2013). "How Did Bitcoin Become a Real Currency?" U.S. News & World Report, Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University. FOLKINSHTEYN, LENNON, REILLY (2015). "The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance."Journal of Strategic and International Studies 10: 118-124.

tutte le transazioni e le verificano. Ne consegue che la prima caratteristica distintiva di Bitcoin rispetto alle valute fiat standard è che la quantità di unità in circolazione non è controllata da un ente centrale ma da un algoritmo software. Le unità vengono infatti create mediante un processo di c.d. *data mining*, in cui i partecipanti alla rete, ovvero gli utenti, forniscono la loro potenza di calcolo, verificano e registrano le transazioni in un registro pubblico chiamato Blockchain e per questo ricevono in cambio le nuove unità appena coniate e le cd. *trasaction fees*. La quantità di valuta in circolazione è limitata a priori ed è dunque perfettamente prevedibile da tutti gli utenti: il numero totale di Bitcoin tende asintoticamente al limite di 21 milioni e la disponibilità di nuove unità aumenta in serie geometrica ogni 4 anni; ciò implica che lo stock aumenta ad un tasso decrescente per cui se nel 2013 è stata generata metà delle unità in totale disponibili, nel 2017 saranno generati i tre quarti delle unità in totale disponibili. Secondo l'algoritmo corrente quando la quantità massima di unità in circolazione raggiungerà 21 milioni, con tutta probabilità intorno al 2140, il tasso di crescita convergerà a zero.

Grafico 1. Totale di Bitcoin in circolazione 2009-2016[43].



Bitcoin non ha alcun supporto fisico, può essere memorizzata in portafogli installati localmente mediante apposito software su dispositivi elettronici (ad esempio pc, smartphone, tablet etc..) o in portafogli online la cui gestione è de-

[43]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.

mandata a specifici portali che offrono questo tipo di servizio[44]. Gli utenti interagiscono gli uni con gli altri in modo diretto e in forma anonima, senza l'intervento di alcun intermediario. Attualmente, è possibile acquisire Bitcoin scambiandoli con valuta standard su una borsa Bitcoin o da un rivenditore Bitcoin, ottenendoli all'esito di una transazione per la vendita di beni o servizi, prendendo direttamente parte al processo di data mining brevemente descritto[45]. Il numero di operatori disponibili ad accettare Bitcoin come mezzo di pagamento è in costante crescita e questo è chiaramente un dato positivo per la diffusione della valuta perché in mancanza di norme internazionali il fatto che le unità possano essere impiegate per acquistare beni e servizi richiede necessariamente che il rivenditore di tali beni e servizi le accetti come mezzo di pagamento.

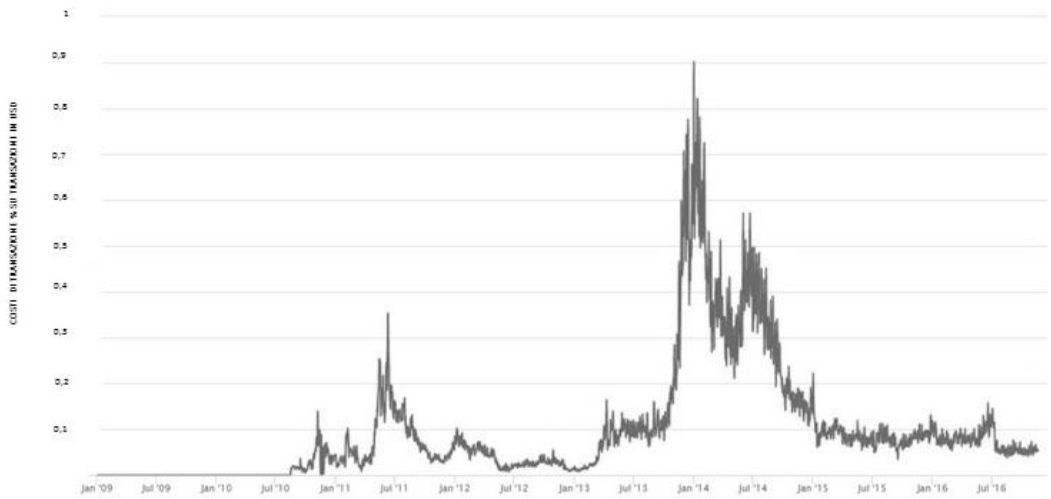
4.2. Difatti, una delle principali funzioni di qualsiasi moneta è quella di fungere da mezzo di scambio ovvero da strumento di pagamento nella compravendita di beni e servizi e nelle altre transazioni commerciali. A tal proposito, è possibile rilevare come Bitcoin quale mezzo di scambio differisca in modo sostanziale dalle valute standard in positivo e in negativo almeno in riferimento ai seguenti aspetti: costi di transazione, anonimato e trasparenza, corso legale, costi fissi, esternalità di rete, risoluzione delle controversie e credito e riserva frazionaria.

4.2.1. Il vantaggio comparativo di Bitcoin quale mezzo di scambio rispetto alle valute standard risiede senz'altro nei costi di transazione notevolmente inferiori. Non essendoci un sistema centrale da remunerare, i costi di transazione di Bitcoin devono coprire solo i costi di mantenimento, o meglio di compensazione, del sistema di *mining,* e, non esistendo alcun supporto fisico, si alleggeriscono anche di tutte le voci relative al trasferimento delle valute standard quali stoccaggio,

[44]Cfr. BRITO, CASTILLO (2013). "Bitcoin: A Primer for Policymakers." Mercatus Center, George Mason University. CoinDesk (2015b). "What is Bitcoin?" CoinDesk 20 March 2015, CoinDesk (2015a).
[45]Cfr. PLASSARAS, (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." Chicago Journal of International Law 14(1): 377-407. CoinDesk (2015c). "How Can I Buy Bitcoins?" CoinDesk 20 March 2015.

autenticazione, trasporto e sicurezza[46]. Non stupisce dunque che in media i costi per una transazione in Bitcoin oscillino tra lo 0% e l'1% del valore della transazione stessa mentre quelli per una transazione in valuta standard arrivino a una percentuale dal 2% al 5%. L'assenza di sistema centrale e supporti fisici si traduce peraltro anche nella capacità in capo al sistema Bitcoin di processare ed eseguire le transazioni più velocemente dei sistemi di pagamento tradizionali online, con una media compresa tra i 10 e i 60 minuti[47]. Sotto questo aspetto, dunque, convenienza e velocità costituiscono senz'altro elementi a favore di Bitcoin rispetto alle valute standard.

Grafico 2. Costi di transazione su transazioni in Bitcoin 2009-2016[48]

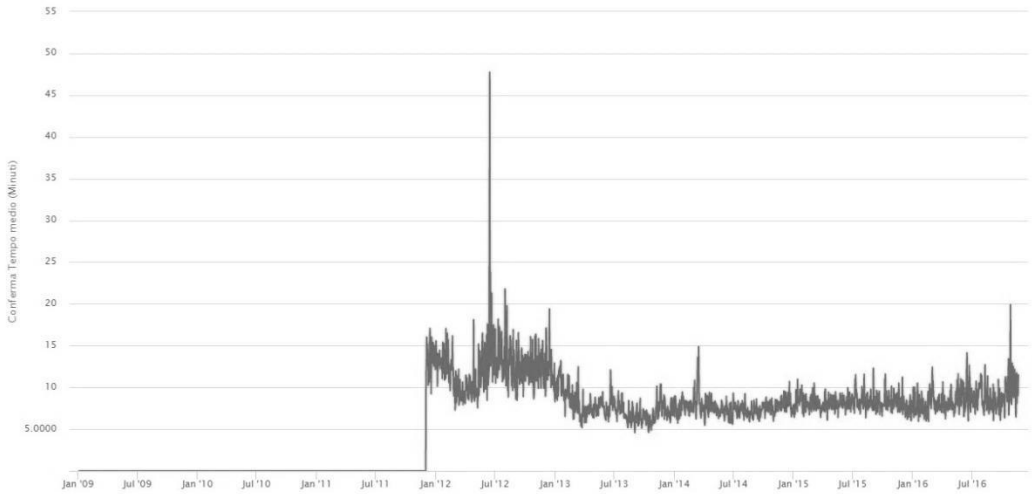


[46]Cfr. ŠURDA, (2012). "Economics of Bitcoin: is Bitcoin an alternative to fiat currencies and gold?" PhD Thesis, Vienna University of Economics and Business. EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

[47]Cfr. EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority. EPRS (2014). "Bitcoin: Market, economics and regulation." Briefing 11/04/20014, European Parliamentary Research Service. Folkinshteyn, LENNON, REILLY, (2015). "The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance." Journal of Strategic and International Studies 10: 118-124

[48]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data

Grafico 3. Tempo medio per accettazione transazioni Bitcoin su Blockchain 2006-2016[49]



4.2.2. Le transazioni in Bitcoin sono totalmente anonime, cioè non richiedono la condivisione di alcuna informazione personale per essere portate a compimento, e consentono trasferimenti a livello internazionale in assenza di supervisione mediante la tecnologia peer-to-peer che, unita alla crittografia, rende estremamente difficile intercettare il punto di partenza e il punto di arrivo delle singole transazioni[50]. A prescindere da quali fossero le reali intenzioni dei suoi creatori, è inutile negare quanto bene Bitcoin si presti ad operare come mezzo di scambio nel campo delle attività illegali e criminali (ad esempio riciclaggio, traffico di armi e narcotici, evasione fiscale). Non a caso la metà di tutte le transazioni finora eseguite in Bitcoin è riconducibile a Silk Road, il famigerato sito di commercio elettronico per la vendita illegale di armi e sostanze stupefacenti che funzionava attraverso i servizi nascosti del software di anonimato Tor adoperando per l'appunto Bitcoin come strumento di pagamento e che è stato definitivamente

[49]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data
[50]Cfr. BRYANS, (2014). "Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution." Indiana Law Journal 89: 440-472. "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

chiuso dall'FBI nel 2014[51]. Proprio per la riservatezza che è in grado di offrire agli utenti, Bitcoin risulta in crescita come mezzo di scambio anche nel settore del gioco d'azzardo online che vede in continuo aumento i siti di poker, bingo, scommesse e lotterie che scelgono Bitcoin quale strumento privilegiato.

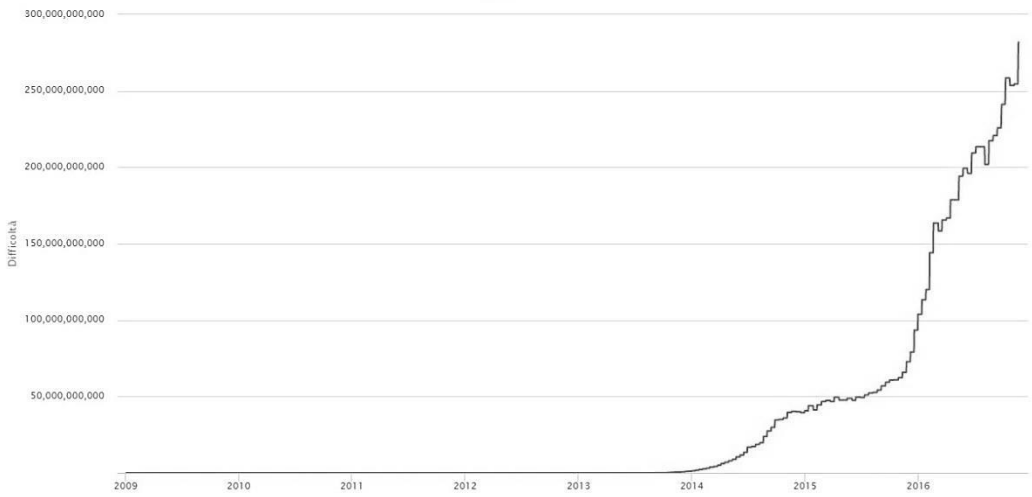
D'altro canto è anche vero che la piattaforma Bitcoin è trasparente e pubblica, il che significa che chiunque è in grado di seguire in tempo reale la catena delle transazioni: tutti i pagamenti Bitcoin sono sì criptati ma hanno una storia tracciabile sulla Blockchain, ovvero sul registro pubblico che può essere liberamente visualizzato. Questo in sintesi significa che se un utente contravviene volontariamente o involontariamente all'anonimato condividendo con terzi informazioni in merito alla propria identità condivide in sostanza la chiave di lettura perché i terzi possano ricostruire l'intera storia delle transazioni Bitcoin effettuate dallo stesso utente sulla Blockchain. Tuttavia è possibile ovviare al problema prendendo le opportune precauzioni, ovvero utilizzando nuovi indirizzi per l'invio di pagamenti e per ogni pagamento ricevuto o avvalendosi degli appositi servizi di c.d. "Bitcoin mixer" per nascondere ogni traccia di collegamento utente/Bitcoin possedute/trasferite[52]. Per tali ragioni, anonimato e trasparenza costituiscono tratti peculiari che possono essere addotti come elementi ambivalenti sia a favore che a sfavore dell'uso di Bitcoin rispetto alle valute standard.

4.2.3. Una caratteristica distintiva di Bitcoin, come si è visto, è che non è una moneta a corso legale al contrario delle valute standard. Il suo uso come mezzo di scambio dipende esclusivamente dalla volontà degli attori del mercato che non sono legalmente vincolati ad accettarla come strumento di pagamento[53].

[51]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747, National Bureau of Economic Research. EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.
[52]Cfr. CRAWFORD, (2014). "Four new ways to make Bitcoin payments anonymous." bestvpn .com 7 May 2014. BÖHME, CHRISTIN, EDELMAN, MOORE (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." Journal of Economic Perspectives 29(2): 213–238. Bitcoinhelp (2014). "Using Bitcoin Anonymously." Bitcoinhelp.net 21 August 2014.
[53]Cfr. EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

Secondo alcuni[54], la diffusione di Bitcoin come mezzo globale di scambio sarebbe ostacolata proprio dalla concomitanza di tale limite soggettivo legato all'adesione su base volontaristica con il limite oggettivo legato alla difficoltà per i più di entrare in possesso di Bitcoin[55]. In quest'ottica dunque il fatto che Bitcoin non sia una moneta a corso legale può in effetti costituire un elemento a sfavore dell'uso generalizzato a valere sulle valute standard.

Grafico 4. Misura relativa di quanto sia difficile trovare un nuovo blocco e dunque creare Bitcoin in funzione della potenza hash[56] da implementarsi da parte degli estrattori 2009-2016[57].



4.2.4. Facendo ricorso a un concetto caro all'economia politica, con le do-

[54]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.

[55]Che, ricordiamo, possono essere ottenuti solo mediante attività di mining, operazioni di scambio e transazioni online.

[56]L'hash è una funzione non iniettiva (e quindi non invertibile) che mappa una stringa di lunghezza arbitraria in una stringa di lunghezza predefinita. A seconda dell'applicazione è possibile realizzare mediante algoritmo funzioni hash con specifiche proprietà. Per le applicazioni crittografiche la funzione hash deve in particolare possedere le seguenti proprietà:
resistenza alla preimmagine: ovvero a livello computazionale la ricerca di una stringa in input che dia un hash uguale a un dato hash deve risultare intrattabile; resistenza alla seconda preimmagine: ovvero a livello computazionale la ricerca di una stringa in input che dia un hash uguale a quello di una data stringa deve essere intrattabile; resistenza alle collisioni: ovvero a livello computazionale la ricerca di una coppia di stringhe in input che diano lo stesso deve essere intrattabile.

[57]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.

vute trasposizioni, è innegabile affermare che l'uso di una nuova moneta, come Bitcoin, rispetto all'uso di una valuta standard, richieda un forte investimento iniziale, soprattutto da parte degli utenti. Si fa in particolare riferimento ai costi cognitivi legati alla familiarizzazione con il sistema Bitcoin, che necessita di un livello relativamente elevato di conoscenze informatiche perché implica sia l'uso di dispositivi elettronici sia quello di software, piattaforme e applicativi specifici. Bitcoin si basa su un codice estremamente complesso, implementato da pochi programmatori, che supervisionano l'intero sistema senza esserne comunque responsabili. Ciò rischia di costituire di per sé di per una barriera all'ingresso di potenziali utenti e dunque un vincolo alla diffusione su base globale della valuta[58]. D'altra parte, la progressiva diffusione di Bitcoin potrebbe viceversa indurre sempre più persone ad affinare le proprie conoscenze informatiche creando curve di esperienza legate all'apprendimento e contribuire in generale alla divulgazione di tali competenze e conoscenze in senso generalista[59]. Quindi se da un lato l'uso di Bitcoin come moneta globale rischia nel breve periodo di essere seriamente ostacolato dagli alti costi fissi legati alle necessarie conoscenze tecniche, dall'altro non si può escludere che nel lungo periodo tale ostacolo possa trasformarsi in elemento a favore di Bitcoin generando persino vantaggi aggiuntivi legati agli effetti derivanti dall'apprendimento conseguibile nell'ambito dell'uso stesso di Bitcoin.

4.2.5. Gli incentivi per gli attori del mercato all'utilizzo di Bitcoin come mezzo di scambio dipendono in gran parte dal numero di utenti esistenti, ovvero dal numero di venditori e consumatori di beni e servizi che adoperano Bitcoin per le loro transazioni. I consumatori saranno meno inclini a procurarsi Bitcoin e dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i venditori/fornitori ad accettarli e i

[58]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747. Velde, F.R. (2013). "Bitcoin: a primer." Chicago Fed Letters No. 317, The Federal Reserve Bank of Chicago.
[59]Cfr. BERENTSTEN, (1998). "Monetary Policy Implications of Digital Money." KYKLOS 89: 89-117 Hayes D.G., J.F.E. Gillespie, P.H. Daly, G. Grippo and P.J. Johnson (1996). An Introduction to Digital Money Issues, prepared for the United States Department of the Treasury Conference "Towards Digital Money and Banking: The Role of Governments", Washington.

venditori/fornitori saranno meno inclini ad accettarli e a dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i consumatori a volerli adoperare nelle transazioni. Questa situazione di interdipendenza di utilità viene comunemente detta esternalità o economia di rete[60]. Perché Bitcoin possa diventare una valuta globale di scambio il sistema deve superare l'impasse tipico dell'esternalità di rete: i consumatori devono convincersi a usarla e i venditori/fornitori ad accettarla come strumento di pagamento consueto e ordinario[61]. Alcuni sostengono che Bitcoin non riesca a diventare mezzo globale di scambio proprio a causa dell'esternalità di rete: il fatto che gli utenti siano per quanto in crescita comunque pochi fa sì che sia ancora un mezzo di scambio limitato, utilizzato per un numero di transazioni giornaliere insignificante a volerlo comparare ai 295 milioni di pagamenti giornalieri effettuati in valuta standard solo in Europa[62]. Secondo Blockchain, l'uso di Bitcoin cresce all'aumentare dei venditori che l'accettano come strumento di pagamento. Quindi la scarsa penetrazione di Bitcoin nell'attuale mercato delle transazioni a livello globale non deve necessariamente essere letta come impossibilità intrinseca per la valuta di diventare mezzo di scambio globale in futuro. Non bisogna dimenticare che Bitcoin è una moneta relativamente nuova, pertanto è normale che ci sia bisogno di tempo perché venga adottata in un più ampio contesto. È anche vero che al mondo esistono paesi con proprie valute standard, come le Fiji, il cui numero di transazioni giornaliero risulta a livello globale ancor più insignificante di quello di Bitcoin. Quindi se è vero che l'esternalità di rete nel breve periodo può inibire l'uso di Bitcoin come valuta standard globale è anche vero che nel lungo termine tale peculiarità potrebbe addirittura annullarsi col progressivo ampliarsi della base di utenti.

[60]Cfr. GOWRISANKARAN, STAVINS, (1999). "Network externalities and technology adoption: lessons from electronic payments," Working Papers 99-5, Federal Reserve Bank of Boston.
[61]Cfr. BERENTSTEN, (1998). "Monetary Policy Implications of Digital Money." KYKLOS 89: 89-117. PLASSARAS, (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." Chicago Journal of International Law 14(1): 377-407
[62]Cfr. EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

Grafico 5. Numero totale di transazioni in Bitcoin 2009-2016[63]

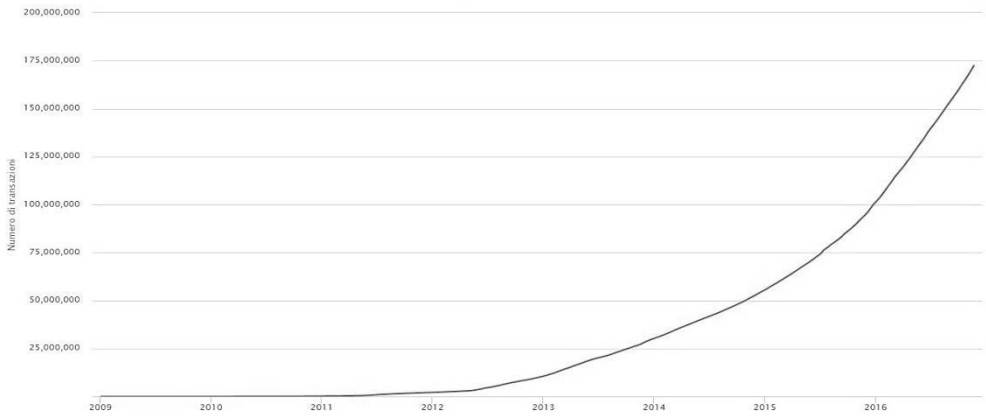


Grafico 6. Numero di transazioni giornaliere in Bitcoin 2009-2016[64]

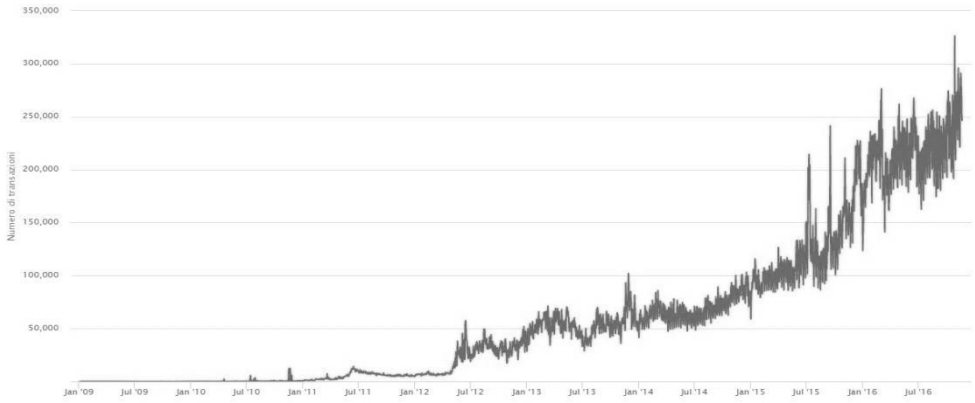
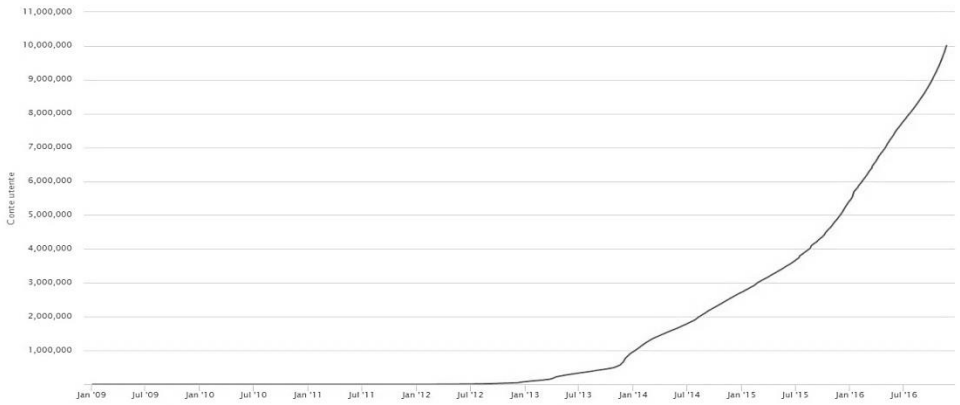


Grafico 7. Totale utenti portafogli Bitcoin 2009-2016[65]



[63]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.
[64]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.
[65]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.

4.2.6. Le transazioni in Bitcoin sono irreversibili e una volta eseguite non possono essere in alcun modo contestate A causa dell'assenza di strumenti di risoluzione delle controversie a tutela delle parti, le transazioni commerciali in Bitcoin comportano pertanto sempre un certo livello di rischio a carico degli utenti seppure mitigato dall'immunità dal controllo statale e all'eventuale confisca da parte di un'autorità centrale. La correzione di una transazione errata, che si tratti di inadempimento di contratto o di frode, è possibile solo attraverso un accordo volontario delle parti coinvolte nello scambio[66]. Quest'aspetto non può che avere un forte effetto sfavorevole sull'uso di Bitcoin rispetto a quello delle valute standard, in particolare a voler considerare la categoria degli operatori dei mercati finanziari avversi al rischio.

4.2.7. Nell'analisi comparativa con le valute standard, un altro elemento peculiare a sfavore di Bitcoin è legato al fatto che il numero di Bitcoin in circolazione è noto e tutti i Bitcoin vivono all'interno della Blockchain. In sostanza non è possibile possedere Bitcoin al di fuori della Blockchain, si possono possedere solo indirizzi della Blockchain che danno il diritto a "spendere" o "ottenere" Bitcoin. Si può al limite distruggere un certo numero di Bitcoin inoltrandoli in indirizzi non più spendibili nella Blockchain. In nessun modo però è possibile creare un meccanismo di riserva frazionaria dentro la Blockchain. Gli unici che possono ottenere nuovi Bitcoin dal nulla sono i *miners*, ovvero gli estrattori che esercitano l'attività di mining ma possono farlo solo in maniera fissa e predicibile. Quindi un soggetto che voglia esercitare l'attività congiunta di raccolta di Bitcoin e concessione del credito in Bitcoin in realtà potrà prestare solo se avrà ottenuto l'intera chiave privata dal depositante e la sua autorizzazione e potrà prestare Bitcoin solo nella misura di quanti ne possiede. Nessun ente esterno potrà prestargliene qualcuno a tasso zero, creandoli dal nulla. I Bitcoin infatti sono unici e non possono essere

[66]Cfr. BÖHME, CHRISTIN, EDELMAN, MOORE (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." Journal of Economic Perspectives 29(2): 213–238. EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

duplicati, esistono solo come univoca informazione elettronica. Se non verranno operate modifiche all'attuale algoritmo[67], questo aspetto rischierà di limitare non poco gli orizzonti futuri della valuta anche perché la quota delle operazioni di prestito e acquisto a credito negli attuali mercati finanziari è piuttosto elevata e sempre crescente[68].

4.3. Per assolvere la funzione di unità di conto al pari di qualsiasi altra valuta standard Bitcoin dovrebbe essere in grado di misurare il valore di scambio e di mercato di beni e servizi nonché di misurare il valore di tutte le transazioni economiche mediante la fissazione dei prezzi e la contabilizzazione dei debiti e dei crediti associati al passaggio di proprietà dei beni o dei servizi senza un contestuale regolamento in moneta. Nello specifico, a voler saggiare Bitcoin come unità di conto bisogna in particolare prendere in considerazioni due aspetti per i quali la valuta virtuale si differenzia non poco dalle valute standard, ovvero divisibilità e volatilità di prezzo.

4.3.1. Bitcoin si caratterizza per la sua divisibilità pressoché infinita, il che implica che i prezzi in Bitcoin possono essere espressi in svariate cifre decimali. Se da un lato la divisibilità è caratteristica necessaria perché una moneta possa misurare il valore di beni e transazioni di qualunque tipo ed entità, dall'altro è innegabile che le differenze di prezzo espresse in svariati decimali possano confondere i consumatori e rendere molto arduo il compito di evincere l'effettivo valore dei beni e dei servizi d'interesse nonché quello di confrontare i prezzi relativi di tali beni e servizi con altri di altro valore. La maggior parte delle valute standard im-

[67]Da tempo gli internauti discutono su forum dedicati di "tecnologie Bitcoin 2.0", mirate a utilizzare la Blockchain per trasferire altri "crypto-asset" di natura diversa rispetto a "Bitcoin as a currency".
[68]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747. HANLEY, (2014). "The False Premises and Promises of Bitcoin." arXiv:1312.2048, Cornell University Library.

piega non più di due decimali nell'esprimere i prezzi di mercato[69]. Questa disparità può essere letta sia in senso favorevole laddove la divisibilità pressochè infinita può in realtà essere percepita come sinonimo di maggiore accuratezza nel dare un valore alle cose sia in senso sfavorevole laddove nel breve termine l'utente, prima che subentri l'abitudine, potrebbe al contrario non riuscire ad impiegare Bitcoin come efficiente unità di conto proprio a causa dei valori espressi in modo complesso.

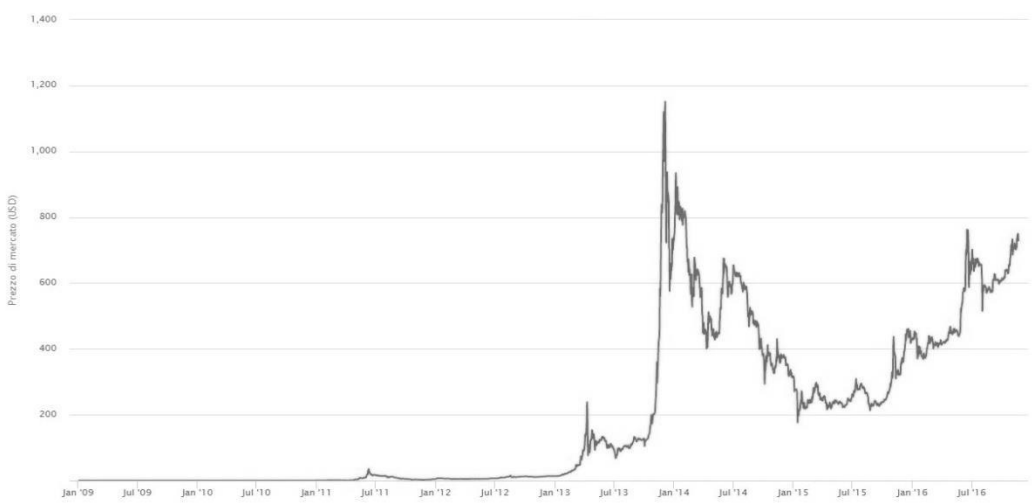
4.3.2. I prezzi in Bitcoin si caratterizzano per una volatilità di breve periodo estremamente elevata, la qual cosa chiaramente impatta sulla prestazione di Bitcoin quale unità di conto[70]. Le frequenti variazioni di prezzo di Bitcoin determinano costi diretti e indiretti a carico degli attori del mercato. I venditori che utilizzano Bitcoin devono, ad esempio, ripetutamente adeguare i prezzi per evitare cali di redditività o competitività, a seconda che le variazioni siano rispettivamente verso il basso o verso l'alto. Questo è particolarmente problematico per i soggetti che vendono i prodotti finali in Bitcoin ma acquistano materie prime e semilavorati in valuta standard perché ovviamente l'alta volatilità dei prezzi di Bitcoin rischia di creare sostanziali discrepanze tra i prezzi di mercato dei prodotti finiti e i costi sostenuti per la produzione di tali prodotti. D'altro canto, le frequenti variazioni di prezzo diventano fonte di problemi anche per i consumatori che possono esperire non poche difficoltà nell'individuare i veri prezzi relativi dei beni e dei servizi che vorrebbero acquistare. Peraltro l'elevata volatilità dei prezzi di Bitcoin tende a danneggiare in primis chi possiede unità delle valuta. L'estrema sofisticatezza del sistema dà, però, ampio spazio all'innovazione tecnologica per la creazione di soluzioni alternative tese proprio a ridurre tale rischio. Ad esempio, esistono piattaforme che attingendo informazioni dal mercato valutario in tempo reale possono facilitare i venditori nella fissazione dei prezzi e ampliare le opzioni di

[69]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.
[70]Cfr. YERMACK, (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.

spesa dei consumatori. Avvalendosi di tali piattaforme i venditori possono fissare i prezzi in una valuta e far visualizzare al consumatore tali prezzi in simultaneo e continuo aggiornamento in più valute, Bitcoin compresi, ai tassi di cambio correnti. Questo sistema consente il monitoraggio dei prezzi in Bitcoin per tutti gli attori del mercato in tempo reale a costo zero. Un altro esempio include le piattaforme di scambio istantaneo che consentono al venditore di accettare pagamenti in Bitcoin pur non ricevendo di fatto Bitcoin. Questi sistemi si avvalgono di un terzo soggetto che fa da intermediario scambiando i Bitcoin pagati dai consumatori con valuta standard da inoltrare ai venditori. Non ricevendo di fatto Bitcoin, i venditori evitano in questo modo il rischio di cambio, rischio che viene assunto invece dai terzi intermediari in cambio di un piccolo compenso[71]. Ciò non toglie che l'estrema volatilità dei prezzi di Bitcoin compromette la capacità della moneta virtuale a operare efficacemente come unità di conto ma non è da escludere che in futuro l'impatto di tale aspetto possa essere fortemente ridimensionato con la creazione di nuovi strumenti innovativi che possano ulteriormente attenuare il problema[72].

[71] Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University.
[72] Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University

Grafico 8. Prezzo medio di mercato di Bitcoin nelle principali borse di cambio 2009-2016[73]



4.4. Per poter consentire scambi in momenti diversi nel tempo, il valore di Bitcoin dovrebbe rimanere stabile nel tempo. Una moneta quale riserva di valore deve conservare il proprio valore nel tempo proprio perché possa essere utilizzata in futuro senza il pericolo che tale valore si deteriori e non a caso è uno dei possibili modi in cui gli operatori economici possono accumulare e mantenere la ricchezza accumulata nel tempo. Il carattere di riserva di valore non può essere assente negli strumenti di pagamento, in quanto l'uso di uno strumento di pagamento presuppone proprio il fatto che la temporanea detenzione non faccia perdere potere d'acquisto. Nel caso delle valute standard, a differenza di Bitcoin, la stabilità del potere d'acquisto risiede nella garanzia fornita dalla gestione anti-inflazionistica della politica monetaria da parte di una banca centrale. La questione diventa fondamentale laddove è possibile rilevare che si può avere una riserva di valore che non funga da strumento di pagamento, ma non si può avere uno strumento di pagamento che non abbia un minimo di proprietà di conservare il proprio valore nel tempo. Nel merito vale la pena soffermarsi dunque su tre elementi distintivi di Bitcoin come riserva di valore rispetto alle valute standard e in parti-

[73]Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.

colare: volatilità dei prezzi, di cui si è già parlato in riferimento alla funzione di unità di conto e che chiaramente gioca un ruolo fondamentale anche per l'efficace svolgimento della funzione riserva di valore, tendenza deflazionistica e sicurezza informatica.

4.4.1. Le valute standard sono generalmente inflazionistiche, nel senso che il loro valore tende a ridursi nel tempo in relazione alla quantità di moneta immessa sul mercato e al rapporto di questa quantità con la ricchezza reale prodotta in termini di beni e servizi. Per scongiurare abusi nell'emissione di moneta, si affida la coniazione ad autorità indipendenti che hanno il compito di regolarne la quantità sul mercato in modo da evitare l'inflazione e mantenere la stabilità dei prezzi sulla base di politiche monetarie espansive o restrittive, a seconda delle necessità. Un vantaggio importante di Bitcoin è rappresentato dal fatto che il sistema è interamente decentralizzato e non esistono banche centrali, col che la valuta virtuale non è soggetta all'inflazione e neanche alle ingerenze di politiche monetarie nell'uno o nell'altro senso. Anzi, dato che il numero totale di Bitcoin è limitato ad un importo massimo di 21 milioni di unità senza possibilità di ulteriore espansione, almeno in base all'algoritmo correntemente in uso, Bitcoin è al contrario esposta a spinte deflazionistiche[74], ovvero ha la tendenza ad apprezzarsi nel tempo. Gli estrattori o miner forniscono la propria potenza computazionale per convalidare le transazioni della rete all'interno dei blocchi e per questo sono ricompensati con nuovi Bitcoin. Questo è l'unico modo in cui è possibile immettere nuovi Bitcoin in circolazione. Il punto è che l'attività di convalida delle transazioni diventa progressivamente più difficile[75] quindi perché i miner siano incentivati a continuare a dedicarsi a tale attività pur trovandosi a dovervi investire risorse sempre più elevate, è necessario che Bitcoin continui ad apprezzarsi, anche perchè il compenso per ogni blocco risolto si riduce con il tempo. Da un lato, questo costituisce un

[74]Peraltro le unità di moneta virtuale accidentalmente perse o distrutte non possono essere sostituite col che può determinarsi anche un ulteriore restringimento della quantità di moneta disponibile e dunque anche una maggiore tendenza deflazionistica.
[75]Vedi Grafico 4.

vantaggio soprattutto per i possessori di Bitcoin, che, all'apprezzarsi della moneta, si troveranno ad aver accumulato maggiore ricchezza a parità di quantità posseduta. D'altra parte, proprio in attesa che si verifichi tale circostanza, gli utenti potrebbero essere portati ad accumulare Bitcoin come se si trattasse di una forma di investimento speculativo piuttosto che a spenderli come moneta, riducendone presenza, disponibilità e conseguentemente uso nei mercati di riferimento. Alcuni[76] hanno in realtà rilevato che nel primo periodo di vita della valuta virtuale, dal 2009 al 2011, gli utenti tendevano in effetti ad accumularla piuttosto che a spenderla, ma che già a partire dal 2011 ci sia stata una inversione di tendenza: dal 2011 in poi, infatti, le statistiche elaborate sulla Blockchain mostrano che oltre il 60% di Bitcoin ricevuti venga speso in meno di un mese. La fase di accumulo del periodo 2009-2011 avrebbe però letteralmente tolto dalla circolazione molte unità della moneta create fino a quel momento, che con tutta probabilità giacciono tuttora inutilizzate negli indirizzi c.d. "*sink*", ovvero in disuso, contribuendo ad accentuare la tendenza alla deflazione di Bitcoin. Difficile leggere in senso strettamente sfavorevole o favorevole tale tendenza sull'uso di Bitcoin perché se è vero che l'assenza di inflazione potrebbe in astratto favorire la popolarità di Bitcoin sulle valute standard è anche vero che la vocazione alla deflazione potrebbe al contrario sfavorirla facendo da contrappeso poiché rischia in ogni caso di comprometterne la capacità di operare in modo efficace come riserva di valore, soprattutto tenendo conto della volatilità dei prezzi[77].

[76]Cfr. MEIKLEJOHN, POMAROLE, JORDAN, LEVCHENKO, MCCOY, VOELKER, SAVAGE (2013). "A Fistful of Bitcoins: Characterizing Payments among Men with No Names." In Proceedings of the 2013 ACM Internet Measurement Conference (IMC), pp. 127–40. ACM.
[77]Cfr. RON, SHAMIR (2013). Quantitative Analysis of the Full Bitcoin Transaction Graph. In Proceedings of Financial Cryptography 2013.

Grafico 9. Valore totale del volume di scambio di Bitcoin 2009-2016[78]

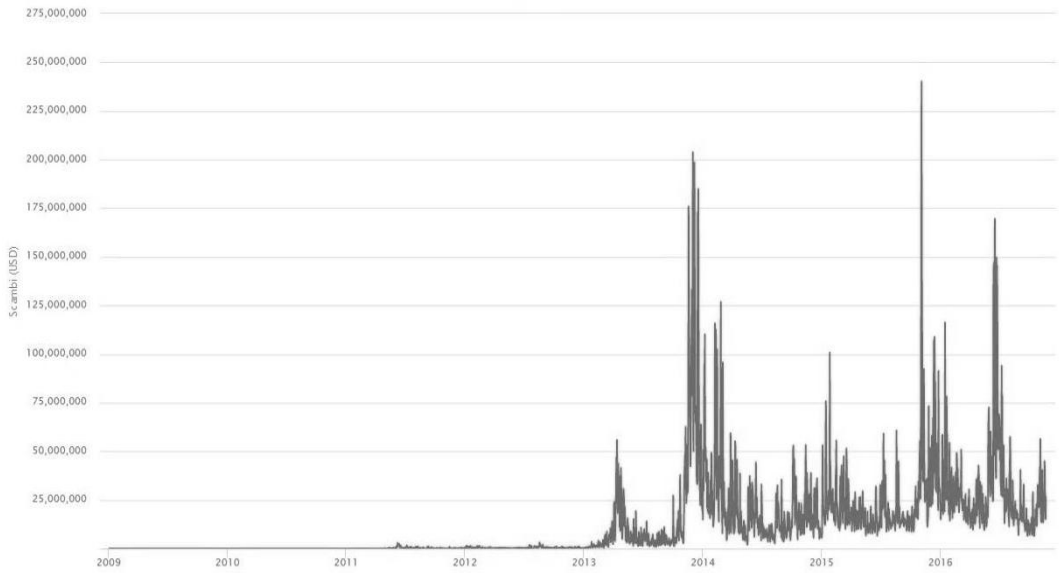
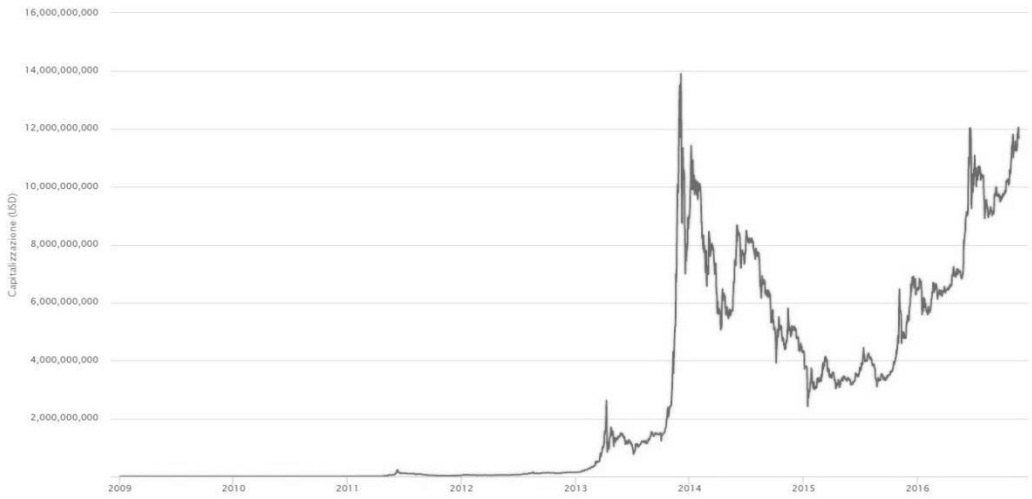


Grafico 10. Capitalizzazione di mercato, valore totale dei Bitcoin in circolazione 2009-2016[79]



4.4.2. La capacità di assolvere la funzione di riserva di valore per Bitcoin è intrinsecamente connessa alla capacità di preservare il proprio sistema di sicurezza. La sicurezza ha spesso rappresentato un grosso problema per Bitcoin. In passato si sono verificati non pochi episodi di furto online a causa dei quali molti

[78] Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.
[79] Fonte dati: http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data.

utenti hanno perso le monete memorizzate nei propri portafogli virtuali. Anche il mercato degli scambi in Bitcoin, quale abituale obiettivo degli hacker, è stato non di rado oggetto di attacchi informatici e furti. Mentre le valute standard forniscono agli attori del mercato la possibilità di proteggersi dal furto depositando in banca o addirittura nascondendo fisicamente una certa quantità di moneta, per esempio in cassaforte, Bitcoin è una moneta virtuale e in quanto tale può essere detenuta solo in portafogli virtuali e certamente non si presta a essere fisicamente nascosta, ed ecco che quindi la sicurezza riveste un ruolo fondamentale sul suo futuro. Una debolezza strutturale del sistema di sicurezza informatica ha per esempio determinato il crack del più grande portale di compravendita e scambio Bitcoin, MtGox, nel febbraio 2014: un complesso attacco hacker ha svuotato il generoso caveau della società facendo scomparire nell'etere oltre ai 100mila Bitcoin della stessa società, circa 750mila Bitcoin (equivalenti a circa 345 milioni di euro) appartenenti agli utenti del portale[80]. Secondo recenti studi, falle nel sistema di sicurezza costituirebbero il motivo principale per il quale il 45% circa dei portali di scambio Bitcoin chiude i battenti in uno o due anni. Il problema vero però è legato a un altro dato: pare infatti che di questo 45% oltre il 46% chiuda senza rimborsare agli utenti le perdite subite[81]. Chiaramente l'estrema vulnerabilità di Bitcoin dal punto di vista della sicurezza informatica indebolisce non poco la sua capacità di funzionare come riserva di valore e costituisce un punto a sfavore di Bitcoin rispetto alle valute standard poichè inibisce l'uso diffuso della moneta virtuale da parte degli utenti, che continuano a percepirla come uno strumento troppo rischioso[82].

5. Dall'analisi comparativa di cui al paragrafo che precede è emerso che la peculiarità più impattante di Bitcoin nel confronto con le valute standard è senza

[80]Cfr. BÖHME, CHRISTIN, EDELMAN, MOORE (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." Journal of Economic Perspectives 29(2): 213–238

[81]Cfr. MOORE, CHRISTIN (2013). "Beware the Middleman: Empirical Analysis of Bitcoin-Exchange Risk." Financial Cryptography and Data Security 7859: 25-33.

[82]Cfr. MOORE, CHRISTIN (2013). "Beware the Middleman: Empirical Analysis of Bitcoin-Exchange Risk." Financial Cryptography and Data Security 7859: 25-33.

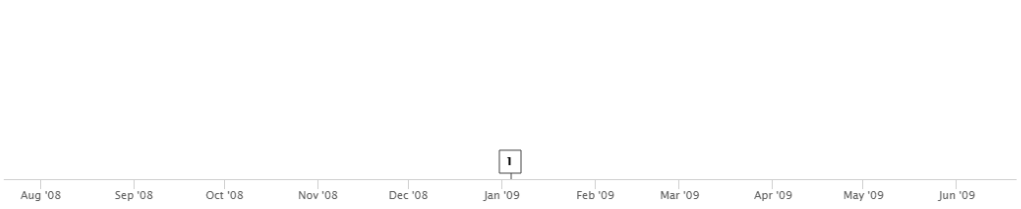
dubbio la volatilità dei prezzi. Tale caratteristica rischia di compromettere il futuro uso globale della moneta virtuale a valere sulle monete standard laddove inficia la capacità di Bitcoin di assolvere efficientemente sia la funzione di unità di conto che quella di riserva di valore, soprattutto considerando le tendenze deflazionistiche di cui pure si è discusso. L'andamento dei prezzi di Bitcoin tracciato nel Grafico 10 mostra in modo evidente l'ampiezza delle variazioni subite dal prezzo di Bitcoin dal 2009, anno della sua creazione, al 2016: il valore di Bitcoin è partito da zero e al suo apice storico massimo alla fine del 2013 è giunto a toccare i 1.100 dollari statunitensi, per poi subire un drastico calo all'inizio del 2015 attestandosi intorno ai 220 dollari statunitensi e raggiungere nuovamente il picco di 750$ nel giugno del 2016. Nello stesso periodo la fluttuazione del tasso di cambio tra dollaro e euro non ha mai superato il limite del ± 20%. La volatilità derivante da variazioni di prezzo tanto estreme[83] rende chiaramente Bitcoin piuttosto inaffidabile sia come unità di conto che come riserva di valore perché genera non poche incertezze sia negli attori del mercato per l'individuazione dei prezzi relativi di beni e servizi sia nei detentori di unità della moneta per la preservazione nel tempo di potere d'acquisto e ricchezza. D'altronde bisogna anche considerare che Bitcoin è in ogni caso una moneta di relativamente nuova creazione, pertanto in una certa misura è anche comprensibile che ci sia ancora un certo margine di indeterminatezza circa il meccanismo di formazione dei suoi prezzi. Per meglio comprendere tale meccanismo si è pensato di contribuire al dibattito proponendo, senza alcuna pretesa di oggettività, una lettura in chiave contestuale dell'andamento dei prezzi di Bitcoin[84]in relazione agli eventi che si sono succeduti lungo lo stesso arco temporale, ovvero dal 2009 al 2016. In particolare, si è scelto in via preliminare di parametrare lo spettro di fluttuazione della valuta per ciascun anno calcolando: variazione percentuale assoluta subita dalla valuta nell'anno di riferimento, prezzo più alto e prezzo più basso registrato dalla valuta nell'anno di riferimento[85], prezzo medio

[83]Per intenderci stiamo parlando di variazioni pari al ± 8000%.
[84]Come rappresentato nel grafico 10.
[85] per tener conto degli effetti di eventuali valori anomali.

della valuta per l'anno di riferimento. Successivamente si sono individuati sul grafico lineare dell'andamento del prezzo di Bitcoin per ogni specifico anno gli scostamenti più significativi[86] dal prezzo medio individuato per l'anno di riferimento, tenendo conto sia della variazione percentuale assoluta subita dalla valuta nello stesso anno sia del prezzo massimo e minimo conseguito in modo da evitare eccessivi sfalsamenti. Si è poi proceduto a mappare i valori di prezzo corrispondenti agli scostamenti significativi individuati e a ricondurre tali valori alla specifica data in cui sono stati registrati con riferimento alla serie storica 2009-2016 dei prezzi giornalieri di Bitcoin[87]. Individuati tutti gli scostamenti d'interesse con relativa data di rilevamento si è quindi fatto l'esercizio di scandagliare ogni tipo di stampa temporalmente connessa per sondare la possibilità di far corrispondere a ciascuna variazione significativa individuata un evento che ragionevolmente potrebbe aver contribuito a determinarla, tenendo conto di un range temporale di 10 giorni tra l'occorrenza dell'evento e la variazione e viceversa. Si presentano di seguito le risultanze così ottenute per ciascun anno.

5.1. 2009- Prezzo medio: 0,0001$, Prezzo più alto/più basso: 0,0010 $/ 0$ - Variazione %: 900

Figura 1.



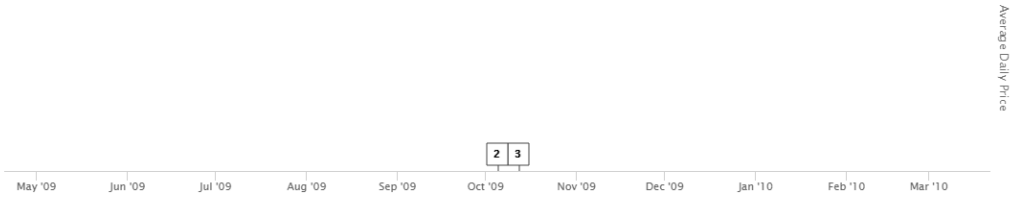
1) 3 gennaio 2009- Primo blocco della Blockchain. Prezzo: 0$. Prende il via la Blockchain di Bitcoin. Dopo sei giorni Satoshi Nakamoto rilascia la prima ver-

[86] Data l'alta volatilità di Bitcoin, soprattutto nel breve-periodo, si è preferito scegliere vari delta di interesse dal prezzo medio a seconda dell'andamento dei prezzi di ogni specifico anno anzichè scegliere un delta dal prezzo medio predeterminato a priori che avrebbe rischiato di essere poco indicativo.

[87] di cui al database approntato per le elaborazioni grafiche del paragrafo che precede.

sione del software, Bitcoin 0.1, e il codice sorgente.

Figura 2.



2) 5 ottobre 2009 – Pubblicazione tasso di cambio – Prezzo: 0.0007$. Nasce la prima piattaforma online per vendere e comprare unità della moneta, New Liberty Standard. Il tasso di cambio viene fissato dalla piattaforma a 1309,03 Bitcoin per 1 dollaro statunitense sulla base del costo dell'energia elettrica che un computer deve consumare per generare - o meglio estrarre- la valuta.

3) 12 ottobre 2009 – Prima operazione di cambio Bitcoin/Valuta standard – Prezzo: 0,0010$ - Mediante Paypal, New Liberty Standard acquista da Sirius, a.k.a. Martti Malmi, secondo sviluppatore di Bitcoin dopo Satoshi Nakamoto e fondatore del Forum Bitcoin, 5050 Bitcoin al prezzo di 5,02$.

5.2. 2010- Prezzo medio: 0,07$ Prezzo più alto/più basso: 0,08 $/ 0,0020$ - Variazione %: 3400.

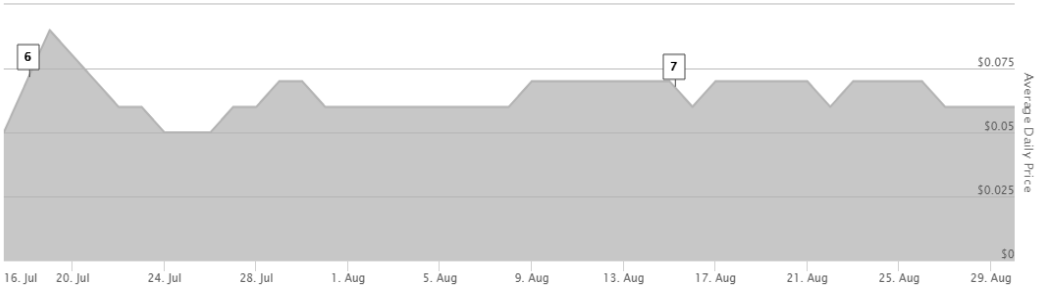
Figura 3.

4) 22 maggio 2010 – Primo acquisto di beni in Bitcoin – Prezzo: 0,0025$ - un utente di BitcoinTalk, Laszlo Hanyecz, impiega per la prima volta Bitcoin come mezzo di scambio pagando 10.000 Bitcoin per due pizze a domicilio (del valore di 25$).

5) 11 luglio 2010 – Bitcoin compare su Slashdot – Prezzo: 0,08$ - sla-

shdot.org, popolarissimo sito web informativo su argomenti di carattere tecnologico, pubblica un articolo sulla versione 0.3 appena rilasciata del software Bitcoin attirando l'attenzione di un largo pubblico di tecnofili sulla nuova valuta virtuale, il cui prezzo, nel giro di cinque giorni dalla data di pubblicazione dell'articolo, passa da 0.008$ a 0,08$.

Figura 4.

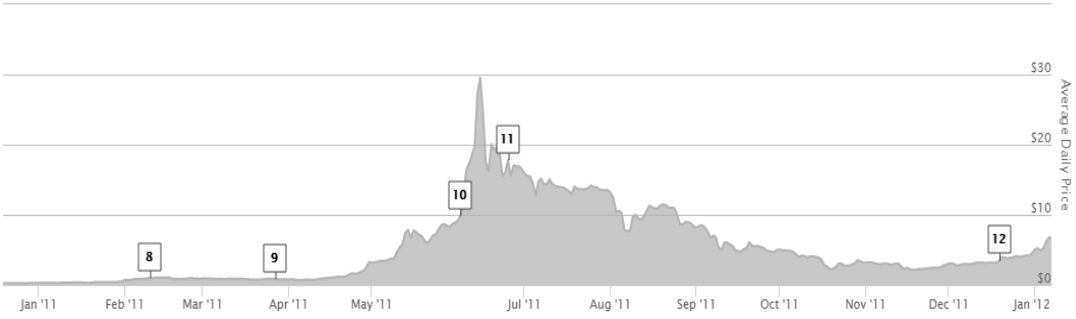


6) 18 luglio 2010 – Apre Mt.Gox – Prezzo: 0,07$ → 10 giorni dopo → 0,06$ - Jed McCaleb, programmatore meglio noto per aver creato il network peer-to-peer eDonkey nel 2000, annuncia il lancio di Mt. Gox, un nuovo portale di scambio Bitcoin attivo 24 ore su 24, che avrebbe dominato il mercato mondiale di trading in Bitcoin per i successivi 3 anni.

7) 15 agosto 2010 – Il primo bug al sistema – Prezzo: 0,07$ → 10 giorni dopo →0,07 $ - un anonimo si avvale di un errore nella scrittura del codice sorgente di Bitcoin per registrare sulla Blockchain una transazione che genera 184.467.440.737,08554078 unità della moneta, ovvero circa 9000 volte la quantità totale di Bitcoin che potrà mai essere immessa sul mercato. Gli sviluppatori rilasciano una nuova versione del software nel giro di poche ore.

5.3. 2011 – Prezzo medio: 4,6$, Prezzo più alto/più basso: 12 $/ 2$ - Variazione %: -53,52.

Figura 5.



8) 9 febbraio 2011 – Partità con il dollaro – Prezzo:0,96$ →10 giorni dopo → 0,91$ - Dopo appena due anni dalla sua creazione Bitcoin raggiunge quasi la parità con il dollaro sul portale di cambio Mt. Gox. Nei giorni a seguire la notizia è riportata ovunque e l'attenzione cresce al punto tale da mandare in tilt il sito ufficiale Bitcoin, assalito da utenti curiosi.

9) 27 marzo 2011 – 3 nuovi portali di cambio – Prezzo: 0,83$ → 10 giorni dopo → 0,72$ - Vengono lanciate nel giro di pochi giorni, tre nuove piattaforme di cambio per Bitcoin: Britcoin, solo per scambi tra Bitcoin/sterlina inglese, Bitcoin Brazil, per scambi Bitcoin/dollaro statunitense/real brasiliano, e BitMarket.eu per scambi Bitcoin/euro/altre valute. Il mercato di Bitcoin si espande enormemente.

10) 1 giugno 2011 –Bitcoin e Silk Road– Prezzo 9,21$ → 10 giorni dopo → 30$ - L'articolo di Adrian Chen su Gawker, famosissimo blog con sede a New York centrato sul mondo dei mass media, dal titolo "Il sito underground sul quale è possibile comprare ogni tipo di droga immaginabile" fa il giro del web e mette per la prima volta in evidenza le potenzialità di impiego di Bitcoin in relazione alla possibilità di concludere transazioni in completo anonimato. L'articolo contiene anche un link diretto a Mt. Gox. A dieci giorni dalla pubblicazione dell'articolo il valore di Bitcoin triplica sulle piattoforme di cambio.

11) 19 giugno 2011 – Primo attacco hacker a Mt.Gox – Prezzo 17.77$ → 10 giorni dopo → 16,88 $ - un hacker riesce ad accedere al database utenti della piattaforma, nel quale sono memorizzate anche le chiavi di accesso degli amministra-

tori del portale e mette in vendita innumerevoli e inesistenti unità della moneta finchè il tasso di cambio non crolla a 0,01$ per unità. Mt. Gox è costretto a sospendere i servizi per sette giorni al fine di annullare tutte le transazioni falsate e rispristinare il sistema di sicurezza. Poco dopo, una copia del database viene pubblicata in rete scatendando una serie di attacchi a raffica ai portafogli online degli utenti Mt.Gox sulla piattaforma MyBitcoin, cui è possibile accedere con le stesse credenziali di Mt. Gox. Vengono rubate 4.019 unità della moneta memorizzate su oltre 600 portafogli online. Nel giro di qualche mese il prezzo di Bitcoin crolla vertiginosamente attestandosi intorno ai 3$.

12) 19 dicembre 2011 – Bitcoin in tv – Prezzo: 3,41$ → 10 giorni dopo → 4,22$ - CBS annuncia che il mese successivo manderà in onda un episodio della popolarissima serie televisiva statunitense "The Good Wife" dal titolo "Bitcoin for dummies" in cui la protagonista si troverà difendere dalle accuse del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti un avvocato arrestato per aver mantenuto il segreto professionale sul nome di un suo cliente che ha inventato un nuovo tipo di moneta virtuale, ovvero Bitcoin. Allo spargersi della notizia che lo show avrebbe dedicato un episodio alla moneta virtuale, il mercato di Bitcoin avvia una timida ripresa e sono in molti a comprare unità della moneta scommettendo in un aumento dei prezzi dopo la messa in onda dell'episodio, pervista per il15 gennaio 2012. Malgrado la massiccia esposizione[88], l'effettiva messa in onda non sortisce alcun effetto propulsore sulla crescita innescata dall'attesa, i prezzi non aumentano e anzi restano stagnanti.

[88]L'episodio viene seguito in diretta da oltre 9 milioni di telespettatori solo negli Stati Uniti.

5.4. 2012 - Prezzo medio: 8,11$, Prezzo più alto/più basso: 15,30 $/ 3,88$ - Variazione %: 177,33.

Figura 6.

13) 11 febbraio 2012 – Paxum chiude i battenti- Prezzo: 5,7$ → 10 giorni dopo → 4,31$ - Paxum, piattaforma di servizi di pagamento digitale e di trasferimento e scambio di Bitcoin, non dissimile per funzione a Paypal, annuncia di dover chiudere i battenti a causa di forti pressioni subite da parte dei suoi stakeholder in merito ai profili di legalità dell moneta virtuale. Qualche giorno dopo un utente di BitcoinTalk, Patrick Strateman, rivela l'esistenza di un devastante bug nel sistema di sicurezza di BTC-E, altro noto portale di cambio.

14) 1 marzo 2012 – Attacco a Linode – Prezzo 4,92$ → 10 giorni dopo → 4,89$ - Un hacker riesce a penetrare nel server di rete di Linode, una società statunitense specializzata nella fornitura di server virtuali[89], e si mette immediatamente alla ricerca di account che abbiano una qualche relazione con Bitcoin riuscendo a recuperare le credenziali di ben otto portafogli online, tra cui quello di Bitcoinica, una piattaforma di cambio, quello di Gavin Andresen, capo sviluppatore di Bitcoin e quello di Marek Palatinus, un attivissimo miner. L'hacker riesce ad appropriarsi di ben 46.000 Bitcoin, di cui oltre 43.000 di Bitcoinica, che decide di sopportare la perdita al posto dei suoi utenti.

15) 17 agosto 2012 – Primo caso di frode – Prezzo: 13,31$ → 10 giorni dopo → 11,18$- Con la promessa di altissimi ricavi, Trendon T. Shavers convince moltissimi utenti a consegnargli parte dei propri Bitcoin in quantità almeno pari a

[89]Un servizio che consiste nell'allocare su un server web le pagine web di un sito web o un'applicazione web, rendendolo così accessibile dalla rete Internet e ai suoi utenti.

50 unità. Per i primi otto mesi tutto fila liscio e ogni settimana Shavers corrisponde ai suoi "clienti" interessi pari al 7% del valore delle unità inizialmente conferite, poi, all'improvviso, sparisce nel nulla portando con sè un tesoretto pari a circa 500.000 Bitcoin.

16) 15 novembre 2012 – Wordpress accetta Bitcoin - Prezzo: 11,04$ → 10 giorni dopo → 12,46$ - Una delle piattaforme software per la creazione di contenuti testuali e mediali più popolari del web spiana la strada ai pagamenti in Bitcoin rilasciando una dichiarazione in cui elogia la moneta virtuale quale strumento di pagamento inclusivo perchè universalmente accessibile.

17) 28 novembre 2012 – il primo Halving Day - Prezzo: 12,25$ → 10 giorni dopo → 13,43 – Come chiarito in precedenza, ogni quattro anni[90], la ricompensa che i *miners* ricevono per aver risolto i blocchi viene dimezzata, in modo da ridurre il ritmo e il numero di nuovi Bitcoin introdotti nell'economia, il giorno in cui questo accade è conoscito come "halving day".

5.5. 2013- Prezzo medio: 185,11$, Prezzo più alto/più basso: 1.095 $/ 13,07$ - Variazione %: 5535,94.

Figura 7.

18) 11 marzo 2013 – Bitcoin 0.8 – Prezzo: 47,41 $ → 10 giorni dopo → 68,8$ - Viene rilasciata una nuova versione del software, che crea una c.d. *hard fork*: la Blochchain si struttura in blocchi consecutivi, ogni blocco ha impresso il numero della versione che l'ha generato, nel momento in cui si rilascia una nuova versione del software si crea una separazione tra i server aderenti alla vecchia ver-

[90]Bisogna considerare che Satoshi Nakamoto aveva già implementato il codice Bitcoin nel 2008, anche se la nascita di Bitcoin viene fatta risalire al 2009, ovvero all'anno in cui il codice e il software sono stati pubblicati, vedi evento 1).

sione e quelli aderenti alla nuova col che non di rado possono determinarsi incompatibilità tra i blocchi della vecchia versione e quelli della nuova. Se tale circostanza si verifica lungo la Blockchain le transazioni registrate nei blocchi vengono falsate, e conseguentemente anche il prezzo di Bitcoin. Il problema viene risolto in modo efficace dagli sviluppatori che a stretto giro rilasciano un aggiornamento del software, Bitcoin 0.8.1.

19) 25 marzo 2013 – Cipro ricorre al Bail-in-Prezzo: 74,02$ → 10 giorni dopo → 131,07$ - A cavallo tra il 2012 e il 2013 Cipro affronta una grave crisi economica e finanziaria, che mette in ginocchio il sistema bancario locale, ramificato con diverse sussidiarie in Grecia e sostenuto da ingenti depositi attratti dall'estero dalla tassazione particolarmente favorevole sui redditi di impresa e da capitale. Le banche cipriote hanno in portafoglio titoli pubblici greci per oltre 5 miliardi di euro e prestiti al settore privato greco per altri 19 miliardi di euro circa. Non stupisce dunque che la ristrutturazione del debito pubblico greco travolga immediatamente il sistema bancario cipriota. Cipro si trova costretta a chiedere aiuto alla Troika per reperire gli almeno 17 miliardi di euro necessari a rimettere apposto i suoi conti. L'accordo è presto fatto: per usufruire di aiuti per 10 miliardi di euro, Cipro deve impegnarsi a reperire internamente le risorse per ricapitalizzare le banche ricorrendo dunque al bail-in. Alla ricerca di soluzioni per mettere al riparo i propri averi dal bail-in, i detentori di conti presso istituti bancari dell'isola cominciano a comprare Bitcoin. Il prezzo di Bitcoin triplica arrivando a 260$ in meno di un mese.

20) 10 aprile 2013 – Mt. Gox va in tilt -Prezzo: 181,66$ → 10 giorni dopo → 122,9$ - Quello che all'inizio sembra un nuovo cyber attacco si rivela invece essere un problema dovuto al sovraccarico di utenti che tentano di fruire dei servizi offerti dal portale, che all'improvvisio smette di funzionare. Il blocco alimenta i timori che si tratti di un nuovo attacco alla sicurezza del sistema riportando il prezzo della moneta a valori pre-Cipro.

21) 14 maggio 2013- Mt. Gox sotto sequestro - Prezzo: 114,33$ → 10

giorni dopo → 128,8$- Mt.Gox è accusato di effettuare trasferimenti di denaro senza possedere la licenza per farlo. Il Dipartimento della sicurezza nazionale degli USA sequestra un totale complessivo di 5 milioni di dollari a Mt. Gox bloccando i conti di due sue controllate. La società si difende definendosi non impegnata in servizi monetari.

22) 30 agosto 2013 – Tradehill chiude -Prezzo: 131,48$ → 10 giorni dopo → 126,94$ - Tradehill, piattaforma di scambio Bitcoin seconda solo a Mt. Gox per dimensioni, viene costretta a chiudere e a restituire i fondi ai suoi utenti dalla Internet Archive Federal Credit Union che non la ritiene efficiente nella gestione della miriade di profili di rischio connessi a Bitcoin.

23) 1 ottobre 2013 – Arresto di Dread Pirate Roberts Prezzo: 133,03$ → 10 giorni dopo → 135,12$ - L'FBI arresta Dread Pirate Roberts, pseudonimo di Ross Ulbricht, creatore di Silk Road, per riciclaggio di denaro, traffico di droga, traffico di droga su internet e cospirazione per trafficare droga, e sequestra sia il patrimonio della società, pari a 30.000 Bitcoin, che il patrimonio personale di Ulbricht, pari a 144.000 Bitcoin.

24) 18 novembre 2013 – Audizione al Senato -Prezzo: 685,75$ → 10 giorni dopo → 1072,83$- Il Senato statunitense tiene un'audizione dal titolo "Oltre Silk Road: potenziali rischi, minacce e promesse delle monete virtuali" all'esito della quale tutti i convenuti concludono che Bitcoin abbia sorprendenti potenzialità per il futuro. Tali conclusioni fanno in breve tempo il giro del mondo. Il prezzo di Bitcoin sale vertiginosamente.

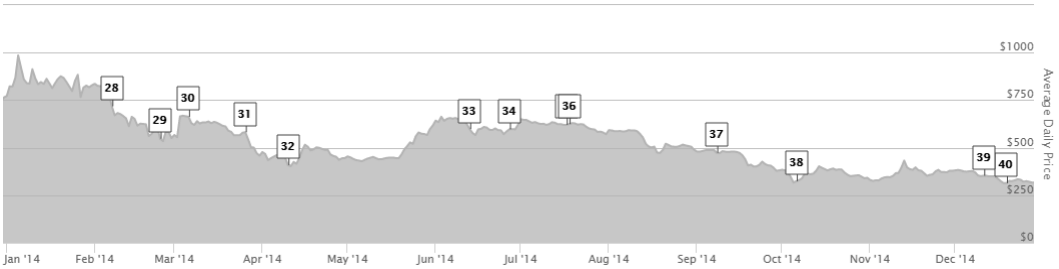
25) 20 novembre 2013- L'ok della Banca Centrale Cinese - Prezzo: 641,23$ → 10 giorni dopo → 1075,16$ - Nel corso di una conferenza, Mr. Yi, responsabile della sorveglianza dei flussi finanziari della Cina, dichiara che i cittadini cinesi sono liberi di prendere parte al mercato di Bitcoin e che anzi la Banca Centrale Cinese adotterà una prospettiva di lungo termine sulla valuta virtuale. Il portale di scambio BTC China duplica nel giro di pochi giorni il proprio giro d'affari. Il prezzo di Bitcoin continua a salire.

26)29 novembre 2013- Bitcoin raggiunge l'apice -Prezzo: 1132,26$ → 10 giorni dopo → 921,97$ - Dopo la benedizione di Mr. Yi, la rapida e continua crescita di transazioni dalla Cina trascina il prezzo di Bitcoin verso il suo apice storico massimo.

27) 5 dicembre 2013 – Il Governo Cinese fa retromarcia - Prezzo: 1022,37$ → 10 giorni dopo → 839,93 – Spaventata dall'eccezionale popolarità di Bitcoin, la Banca Centrale Cinese dichiara ufficialmente che Bitcoin non può e non deve essere considerata una valuta semplicemente perchè non lo è. Il Governo Cinese proibisce agli intermediari finanziari l'uso sotto ogni forma di Bitcoin e comincia a vincolarne le possibilità di utilizzo. Il prezzo di Bitcoin subisce un rapido crollo.

5.6. 2014 - Prezzo medio: 517,78$, Prezzo più alto/più basso: 990$/ 102$ - Variazione %: -58.

Figura 8



28) 7 febbraio 2014 – Hackers all'arrembaggio - Prezzo: 717,83$→ 10 giorni dopo → 626,5 $ - Mt Gox, Bitstamp e BTC-E sono costretti a sospendere i servizi a causa di attacchi multipli Dos (denial of services) ai sistemi di sicurezza: si tratta di azioni di disturbo che provocano malfunzionamenti tali da impedire agli utenti della rete l'accesso ai siti web vittime dell'attacco.

29) 24 febbraio 2014 – Il crack di Mt. Gox - Prezzo: 547,09 $ → 10 giorni dopo → 662,27 $ - Mt.Gox chiude definitivamente ogni forma di transazione sul sito[91]. Svaniscono nel nulla 850.000 Bitcoin. Le altre società operanti nel settore Bitcoin emettono una dichiarazione congiunta condannando la cattiva gestione del portale.

[91] vd. Paragrafo 4.4.2.

30) 6 marzo 2014 – Newsweek dichiara di conoscere l'identità di Satoshi Nakamoto - Prezzo: 662,27$ → 10 giorni dopo → 631,25$ - La rivista statunitense Newsweek pubblica un articolo a firma della giornalista Leah McGrath Goodman in cui un un igegnere di Temple City, in California, tale Dorian Nakamoto, viene identificato come il creatore di Bitcoin. L'articolo attira l'attenzione mondiale. Dorian Nakamoto dichiara di non avere nulla a che fare con la valuta virtuale e chiede di essere lasciato in pace.

31) 26 marzo 2014 – l'IRS tassa Bitcoin- Prezzo: 581,52$ → 10 giorni dopo → 453,05$ - L'Internal Revenue Service emette un documento[92] in cui dichiara che i Bitcoin sono una proprietà e in quanto tali sono soggetti all'applicazione dell'imposta sulle plusvalenze, al pari di immobili o azioni, perchè costituiscono un bene il cui valore fluttua nel tempo e produce un guadagno capitale sul quale va applicata la tassazione.In particolare, tale documento precisa: "*Un contribuente che riceva valuta virtuale come pagamento per beni o servizi deve, nel calcolo dell'imponibile lordo, includere il giusto valore di mercato della valuta virtuale, misurato in dollari US, alla data in cui la valuta virtuale è stata ricevuta*."

32)10 aprile 2014 – Altri interventi da parte della Banca Centrale Cinese - Prezzo: 408,25$ → 10 giorni dopo → 501,7$ - La Banca Centrale Cinese intima agli istituti bancari nazionali di chiudere i conti aperti presso di loro dai soggetti che operano nel settore di cambio Bitcoin entro 5 giorni. Immediatamente tali soggetti si mobilitano per trasferire i propri fondi altrove, perlopiù presso banche offshore. Il volume d'affari di Bitcoin in Cina si riduce drasticamente.

33) 13 giugno 2014 – Il Mining pool Ghash.io raggiunge il 51% di potenza computazionale -Prezzo: 598$ → 10 giorni dopo → 592,28$ - Il mining pool Ghash.io[93] raggiunge una potenza computazionale tale da poter determinare da solo il default dell'intero sistema Bitcoin. Per evitare che tale circostanza possa creare panico tra i detentori della moneta, Ghash.io pubblica una dichiarazione in

[92]Cfr. https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf

[93]I Mining Pool rappresentano una soluzione cooperativa all'aumento esponenziale della complessità dei calcoli di hashing coinvolti nel processo di estrazione di Bitcoin, si compongono di gruppi di migliaia di *miners* che lavorano congiuntamente su piattaforme di calcolo distribuito.

cui rassicura tutti del fatto di non essere in alcun modo interessato a boicottare Bitcoin e anzi di aver chiesto ai propri miner di migrare periodicamente in altri gruppi per fare in modo di non superare mai una potenza computazionale pari al 39,99% del totale.

34) 27 giugno 2014 –All'asta Bitcoin di Silk Road - Prezzo: 596,8 $ → 10 giorni dopo → 628,5$ - L'Agenzia federale di polizia degli Stati Uniti US Marshals Service mette all'asta i 30.000 Bitcoin sequestrati a Silk Road. L'imprenditore Tim Draper riesce ad aggiudicarsi l'intero lotto offrendo cifre ben al di sopra del valore di mercato corrente.

35)17 luglio 2014 –New York annuncia che metterà in regola Bitcoin - Prezzo: 619,9$ → 10 giorni dopo → 595,49$ - Il Department of Financial Services di New York annuncia che a breve emanerà un primo pacchetto normativo a disciplina delle imprese che operano nel settore delle criptovalute per proteggere i consumatori e inibire l'illegalità. Le imprese dello Stato di New York che esercitano attività in tale settore dovranno operare rigidi controlli sul passato dei propri dipendenti e collaboratori e raccoglierne le impronte digitali, richiedere apposita autorizzazione allo Stato per poter operare e convertire immediatamente ogni ricavo ottenuto in Bitcoin in dollari statunitensi.

36) 18 luglio 2014 – Dell accetta Bitcoin - Prezzo: 624,1 $ → 10 giorni dopo → 582,88$ La multinazionale texana, tra le più importanti al mondo nella produzione di personal computer e di sistemi informatici, annuncia che i clienti statunitensi potranno fare acquisti su dell.com pagando in Bitcoin attraverso il sistema di pagamento Coinbase. Dell fa da apripista e in poco tempo moltissimi retailer online ne seguono l'esempio.

37) 8 settembre 2014 –Braintree accetta Bitcoin - Prezzo: 473,02$ → 10 giorni dopo → 439,52$ - Braintree, piattaforma per i pagamenti mobili controllata da Paypal e gateway privilegiato di Airbnb, Github e Uber, collabora con Coinbase per implementare l'opzione di pagamenti in Bitcoin nel proprio sistema.

38) 6 ottobre 2014 – "L'OrsoBalena" - Prezzo: 323,47$ → 10 giorni dopo

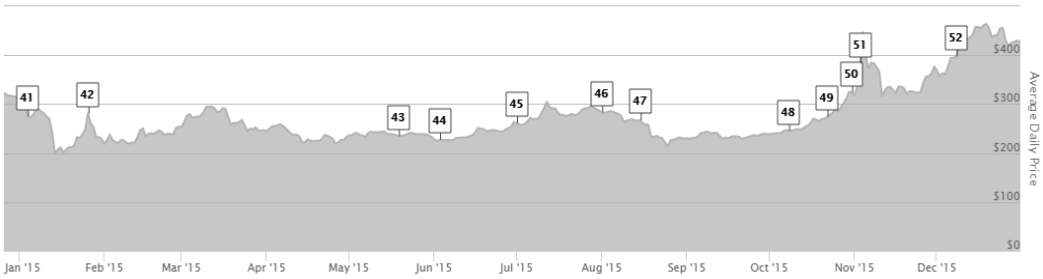
→ 387,4$ - Un anonimo mette in vendita sulla piattaforma Bitstamp 30.000 Bitcoin al prezzo di 300$ per unità. L'intera quantità viene venduta nel giro di 24 ore fruttando allo sconosciuto venditore ben 9 milioni di dollari. Si tratta di un'operazione senza precedenti che per questo viene ricordata come "The Slaying of BearWhale", letteralmente "l'uccisione dell'OrsoBalena".

39) 11 dicembre 2014 –Microsoft accetta Bitcoin - Prezzo: 352,56$ → 10 giorni dopo → 324,87$ - Microsoft sdogana i pagamenti in Bitcoin da parte dei soli clienti statunitensi per ogni prodotto offerto negli store online Windows e Xbox.

40) 19 dicembre 2014 – La condanna di di Charlie Shrem - Prezzo 313,38$ → 10 giorni dopo → 317,06$ - L'amministratore delegato della piattaforma di cambio Bitinstant, Charlie Shrem, viene condannato a due anni di reclusione per riciclaggio di denaro, avendo facilitato scambi anonimi tra valuta reale e Bitcoin connessi a transazioni illecite effettuate dagli utenti di Bitinstant sul portale Silk Road, senza essere peraltro in possesso delle licenze necessarie per operare trasferimenti di denaro.

5.7. 2015 - Prezzo medio: 269,60$, Prezzo più alto/più basso: 460,49 $/ 162,68$ - Variazione %: -37.47.

Figura 9.



41)4 gennaio 2015 - Attacco a Bitstamp - Prezzo: 275,07$ → 10 giorni dopo → 198,59$ - Un numero imprecisato di hacker mette a punto un sofisticato attacco a Bitstamp, sottraendo dal portafoglio online operativo della piattaforma 18.866 Bitcoin del valore di oltre 5 milioni di dollari statunitensi. Bitstamp è costretta a sospendere tutte le attività per più di una settimana. Fortunatamente il resto della riserva di Bitstamp è memorizzato su un portafoglio offline e nessuno

degli utenti subisce perdite. Tuttavia secondo un report interno della stessa Bitstamp, il danno reputazionale e la perdita di fiducia da parte dei suoi utenti sono irreparabili.

42) 26 gennaio 2015 - Coinbase lancia la sua piattaforma di scambio Bitcoin-Prezzo: 281,26$ → 10 giorni dopo → 222,25$ - La società di servizi di pagamento digitale e trasferimento di denaro, Coinbase, lancia la propria piattaforma di scambio di Bitcoin, debitamente autorizzata ad operare mediante regolari licenze in 25 diversi Stati degli Stati Uniti.

43) 19 maggio 2015- Ross Ulbricht condannato all'ergastolo - Prezzo: 234,31$ → 10 giorni dopo → 238,22 $ - Il creatore di Silk Road viene condannato all'ergastolo per i reati di associazione a delinquere, frode informatica, distribuzione di false identità, riciclaggio di denaro, traffico di droga, traffico di droga su internet e cospirazione per trafficare droga.

44) 3 giugno 2015 – New York introduce la Bitlicense-Prezzo: 226,9$ → 10 giorni dopo → 232,05$ –Lo Stato di New York promulga il pacchetto normativo annunciato nel 2014 a disciplina delle criptovalute, introducendo, oltre alle misure già condivise in precedenza, la Bitlicense da ottenersi obbligatoriamente entro 45 giorni dall'inizio dell'attività da parte di tutte le imprese che a ogni livello operano nel settore. Molte di queste imprese non prendono bene la notizia e decidono semplicemente di estromettere dall'offerta dei propri servizi tutti i consumatori, potenziali e esistenti, residenti nello stato di New York.

45)1 luglio 2015 – La condanna degli agenti federali - Prezzo: 260,73$ → 10 giorni dopo → 291,66$ – Due degli agenti federali che avevano preso parte alle attività investigative su Silk Road vengono ritenuti colpevoli di aver estorto a Ulbricht una quantità di Bitcoin del valore di circa 1 milione e mezzo di dollari statunitensi in occasione delle indagini per scopi meramente personali.

46) 1 agosto 2015 – l'arresto di Mark Karpeles - Prezzo: 283,04$ → 10 giorni dopo → 267,19$ - Nell'ambito dell'inchiesta volta a far luce sul fallimento di Mt. Gox viene arrestato in Giappone l'allora amministratore delegato, Mark Kar-

peles, con l'accusa di aver falsificato dati attraverso accessi illegali al sistema computerizzato della piattaforma ai fini di frode e appropriazione indebita.

47) 15 agosto 2015 – Il grande scisma: Bitcoin XT - Prezzo: 267,24$ → 10 giorni dopo → 214,3 – Per preservare la decentralizzazione del sistema ogni blocco della Blockchain è limitato a 1MB[94] e la velocità con cui vengono estratti i blocchi dai *miners* è più o meno fissa. Con la crescita del numero di utenti e di transazioni sulla rete, questo limite comincia a farsi sentire causando pagamenti lenti e inaffidabili che inibiscono l'uso di Bitcoin in molti tipi di scambio, per esempio in quelli che avvengono tipicamente in negozio in cui la consegna del bene è contestuale al pagamento. Da una parte, c'è la volontà di mantenere la decentralizzazione e di impedire che un aumento della dimensione dei blocchi avvantaggi i Mining Pool di maggiori dimensioni, dall'altra c'è comunque la necessità di garantire l'efficacia del sistema. Nella community Bitcoin si creano due fazioni contrapposte: una a favore di un aumento delle dimensioni del blocco perchè Bitcoin continui a crescere e prosperare in modo efficiente e col campo di applicazione più ampio possibile; l'altra contraria perchè un eventuale aumento comprometterebbe il principio ideologico alla base del sistema, ovvero il decentramento prima di tutto. Gavin Andresen e Mike Hearn, due storici sviluppatori della moneta, decidono che sono stanchi di aspettare una soluzione comune a entrambe le fazioni e rilasciano una nuova versione del software Bitcoin: Bitcoin XT, che porta la dimensione dei blocchi della Blockchain a 8MB e punta a raddoppiarne le dimensioni ogni due anni. Al momento del rilascio il vecchio e il nuovo software sono pienamente compatibili ma l'intento dichiarato dei due sviluppatori è di staccarsi totalmente dal sistema originario e proseguire autonomamente. La biforcazione avverrà soltanto se almeno il 75% degli utenti passerà su XT. Il rilascio di Bitcoin XT genera panico e incertezza nella community perchè nessuno ha idea di come si evolveranno gli eventi.

48)8 ottobre 2015 – Nasce Gemini - Prezzo: 245,48$ → 10 giorni dopo →

[94] in modo tale che i *miners* con maggiore potenza computazionale non riescano comunque a prendere il controllo della catena.

268,01$ - Nasce una nuova piattaforma di scambio Bitcoin debitamente autorizzata, mediante opportune licenze, ad operare in 26 Stati degli Stati Uniti. Gemini offre ai suoi utenti anche la possibilità di assicurare i propri depositi in Bitcoin.

49) 22 ottobre 2015 - Per l'Europa Bitcoin non è soggetta a IVA-Prezzo: 273,82$ → 10 giorni dopo → 318,48$ - La Corte di Giustizia Europea dispone che Bitcoin e monete virtuali debbano considerarsi a tutti gli effetti monete e che per questo alle transazioni in Bitcoin e monete virtuali non sia applicabile l'IVA.

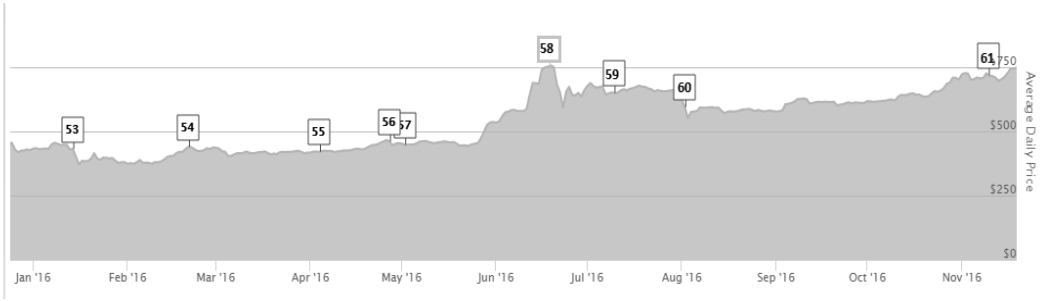
50) 31 ottobre 2016 – Bitcoin fa la sua comparsa sull'Economist - Prezzo: 323,35$ → 10 giorni dopo → 366,67$ - Il settimanale inglese di politica, economia e finanza edito in tutto il mondo dedica l'articolo di copertina a Bitcoin. In particolare, l'articolo focalizza l'attenzione sulle potenzialità della tecnologia Blockchain - che per l'Economist rappresenta la prossima grande rivoluzione- promuovendo l'idea che anche banche e istituzioni governative debbano servirsene per alimentare "la macchina della fiducia", che poi è il titolo dell'articolo stesso, improntata alla totale trasparenza delle operazioni.

51) 3 novembre 2015 – Unicode accetta il simbolo di Bitcoin - Prezzo: 383,16$ → 10 giorni dopo → 334,73 – L'Unicode Consortium, un consorzio internazionale di aziende interessate alla interoperabilità nel trattamento informatico dei testi in lingue diverse, assegna un codice univoco al simbolo della moneta Bitcoin nel sistema di codifica Unicode: "U+20BF BITCOIN SIGN".

52) 8 dicembre 2015 – Wired fa un'altra ipotesi sull'identità di Satoshi Nakamoto - Prezzo: 397,52$ → 10 giorni dopo → 461,05$ - Gwern Branwen scrive un articolo, pubblicato sulla rivista statunitense WIRED, anche nota come la Bibbia di Internet, dichiarando di aver scoperto l'identità di Satoshi Nakamoto. Il creatore di Bitcoin sarebbe un uomo Australiano, tale Craig Wright. Branwen sarebbe riuscito ad avere accesso a una serie di documenti, che lo proverebbero, ma nessuno di questi documenti viene pubblicato. Il Sig. Wright, intanto, al diffondersi della notizia, fa sparire le sue tracce dal web.

5.8. 2016[95]- Prezzo medio: 534,84$, Prezzo più alto/più basso: 745 $/ 350$ - Variazione %: -72.63.

Figura 10.



53)14 gennaio 2016 – Mike Hearns si tira fuori - Prezzo: 431,76$ → 10 giorni dopo → 397,92$ - Mike Hearn, amareggiato dai ripetuti attacchi Dos ai danni di XT, degli utenti desiderosi di aderirvi e di chiunque condivida le sue posizioni, pubblica un lungo e dettagliato post su Medium[96], in cui dichiara il fallimento ideologico del progetto Bitcoin, spiega la necessità di un aumento della dimensione dei blocchi e denuncia i motivi per cui tale aumento non può essere realizzato[97], dopodichè si congeda per sempre da Bitcoin.

54) 21 febbraio 2016 – Tavola Rotonda - Prezzo: 439,84$ → 10 giorni dopo → 433,66$ - Influenti membri della community Bitcoin si incontrano a porte chiuse a Hong-Kong per discutere del futuro piano di sviluppo del Software. All'esito dell'incontro pubblicano una dichiarazione in cui ipotizzano la possibilità di rilasciare una nuova versione del Software che porti le dimensioni dei blocchi della Blockchain a un limite massimo compreso tra 2MB e 4MB. Gli assenti prendono le distanze.

55) 4 aprile 2016 – Nasce OpenBazaar- Prezzo: 420,61$ → 10 giorni dopo → 426,28$ - OpenBazaar è un protocollo di e-commerce decentralizzato che consente il commercio online mediante tecnologia peer-to-peer, utilizzando Bitcoin come forma di pagamento. Si tratta di un progetto open source che mira alla crea-

[95] fino al 23/11/2016
[96]Cfr. https://medium.com/@octskyward/the-resolution-of-the-Bitcoin-experiment-dabb30201f7#.1merzo1ns
[97]Censura nell'ambito della community, centralizzazione delle attività di mining in capo a due mining pool cinesi, che da soli detengono una quota di mercato pari al 48%: F2Pool e AntPool.

zione di un marketplace completamente libero e decentralizzato, una piattaforma di e-commerce simile a eBay, ma decentralizzata in una rete peer-to-peer, in modo che gli utenti interagiscano direttamente senza intermediari e senza censura.

56) 27 aprile 2016 – Steam accetta Bitcoin -Prezzo: 461,08$ → 10 giorni dopo → 460,85$ - La celebre piattaforma di gaming comincia ad accettare pagamenti in Bitcoin nell'ottica di consentire agli utenti privi di carta di credito in tutto il mondo di accedere ugualmente ai prodotti e ai servizi offerti dalla piattaforma.

57) 2 maggio 2016 – Craig Wright dichiara di essere il creatore di Bitcoin - Prezzo: 447,64 $ → 10 giorni dopo → 454,36$ - Dopo un lungo periodo di silenzio a partire dalla pubblicazione dell'articolo di WIRED che lo identificava come Satoshi Nakamoto, Craig Wright riappare pubblicando un post sul suo blog in cui dichiara di essere il creatore di Bitcoin. La notizia desta curiosità a livello globale. La community Bitcoin smentisce le argomentazioni di Wright sulla sua presunta identità ma restano ancora molti dubbi.

58) 24 giugno 2016 - Brexit-Prezzo: 748$ → 10 giorni dopo → 650$ - La prima conferma ufficiosa da parte della BBC della vittoria del "Leave" non fa neanche in tempo a fare il giro del mondo che il prezzo di mercato di Bitcoin è già al suo picco massimo dopo l'exploit del 2013 mentre tutte le valute standard accusano il colpo al ribasso sui mercati di cambio.

59) 9 luglio 2016 – Secondo Halving Day - Prezzo: 652,14$ → 10 giorni dopo → 674,03$. Trascorsi quattro anni, per la seconda volta dalla nascita di Bitcoin, la ricompensa che i *miners* ricevono per aver risolto i blocchi viene nuovamente dimezzata.

60) 2 agosto 2016 – Attacco a Bitfinex - Prezzo: 594,86$ → 10 giorni dopo → 591,36$ - La piattaforma di cambio Bitfinex annuncia la sparizione di 199.756 Bitcoin dai portafogli dei suoi utenti del valore complessivo di 72 milioni di dolllari statunitensi a causa di una falla nel sistema di sicurezza.

61) 9 novembre 2016 – il fattore Trump - Prezzo: 726,36$ → 10 giorni

dopo → 749,1$ - Donald Trump vince le elezioni presidenziali degli Stati Uniti e, mentre le borse registrano un forte calo in molte parti del mondo, il prezzo di Bitcoin aumenta.

6. Il quadro emerso dalle analisi condotte in questo saggio (prima a livello astratto, poi a livello empirico-induttivo) consente di confermare l'assunto da cui siamo partiti: è allo stato difficile, per una serie di motivi, parificare del tutto Bitcoin alla moneta.

Da un punto di vista strettamente giuridico, questo è dovuto sia all'assenza di un apparato normativo che possa regolarne la funzione di mezzo di adempimento di obbligazione pecuniarie, sia all'assenza di una base consensuale sufficientemente ampia da favorirne una diffusione capillare tale che, pur in assenza di una normazione specifica, possa parificare Bitcoin ad una moneta *de facto* (alla stregua del baht in Laos).

Da un punto di vista empirico-economico, il maggior ostacolo è evidentemente costituito dalla volatilità di Bitcoin, certamente più simile a quella di uno strumento finanziario speculativo che di una moneta[98]. Per poter adempiere alla triplice funzione di unità di conto, mezzo di pagamento e mezzo di accumulo di ricchezza una moneta deve essere il più possibile stabile, per non disorientare le persone nella percezione dei valori, per non indurre criticità nei casi in cui tra il momento in cui viene stabilito un ammontare monetario ed il momento in cui tale ammontare viene pagato trascorra un periodo notevole di tempo (in ossequio al rigore del principio nominalistico) e per evitare che la moneta accantonata possa subire significative riduzioni di valore nel tempo.

Ovviamente, la volatilità di Bitcoin potrebbe tendere a diminuire una volta che questo si diffonda più capillarmente come mezzo di pagamento; tuttavia, la tendenza deflazionistica, se da un lato è certamente una virtù, da un lato può divenire un problema proprio perché Bitcoin, raro e limitato, tenderebbe a divenire

[98]È noto che la sbarra, singola o doppia, che figura nel simbolo di molte monete (€, £, $) sta ad indicare proprio la stabilità.

più un bene rifugio che un mezzo normale di adempimento delle obbligazioni pecuniarie.

Proprio nel momento in cui scriviamo queste note, giunge notizia che la Svezia, Paese all'avanguardia nelle transazioni *cashless*, ha intenzione di dotarsi di una valuta virtuale parallela[99]. Con l'*imprimatur* statale, questa potrebbe certamente essere moneta a tutti gli effetti. Forse, parafrasando una frase convenzionale ma efficace, il futuro di Bitcoin è già iniziato.

Giuliano Lemme

Ordinario di diritto dell'economia
nell' Università di Modena e Reggio Emilia

Sara Peluso

Assegnista di ricerca di politica economica
nell' Università di Modena e Reggio Emilia

[99]http://www.repubblica.it/economia/2016/11/20/news/la_svezia_pensa_a_costruirsi_la_sua_moneta_virtuale-152149121/

LINEE EVOLUTIVE DELLA MEDIAZIONE CREDITIZIA: TRA I SITI DI COMPARAZIONE E LA CONSULENZA INDIPENDENTE [*]

(*Evolution of credit brokerage: comparison websites and independent advisory services*)

ABSTRACT: *In line with previous regulatory framework, even today a credit broker is defined as the entity that connects, even through consultancy activities, banks or financial intermediaries, on the one side, with potential customers, on the other, in order to promote the conclusion of financing contracts (to be carried out under any technical form).*

Such activities, when carried out professionally, are restricted to entity in possession of certain technical requirements and, as such, registered in a former register kept by the UIC (Ufficio Italiano Cambi), and currently in the list held by the OAM (Organismo Agenti Mediatori). It is worth remembering that those carrying our brokering activities without the relevant enrollment can be charged with criminal sanctions.

In light of the implementation of the Directive on credit agreements for consumers, though, the general regulatory framework on credit brokering changed also with regards to the requirements for enrollment on the list and the rules on incompatibility with other brokerage activities.

Therefore, given that credit brokerage is still regulated as a restricted activity, the role of credit brokerage and its relation with other licensed sectors, including lending, financial and insurance activites, dramatically changed.

From a regulatory standpoint, the credit broker is currently defined as a third and impartial advisor, subject to strict rules on its soundness and professionalism, whose activity must be limited to put the customer in contact with the intermedi-

[*]Contributo approvato dai revisori.

ary lender best suited to its funding specific needs.

The use of modern technologies fits perfectly with such mission of the credit broker, allowing a possible relation with a wider audience of potential customers, not geographically limited, and a better display of possible offers, i.e. a more intuitive and user-friendly display of all types of loans on the market and many potential lenders.

In this respect, comparison websites targeting credit products, managed by a credit broker enrolled to the OAM, represent the technological instrument for achieving such objective under the current legal framework.

However, if on the one hand the possibilities coming from the Internet allow brokers to reach a greater audience, on the other risks arising from this communication technique must not be undervalued. In particular, it is clear that this market gives the possibility also for those not in possession of a licence/registration to join the market through borderline activities, such as "marketing", "general advice", "introducing a consumer to a possible lender".

In this regard, it must be recalled that the Directive on credit agreements for consumers relating to residential immovable property recently introduced in the Italian banking act certain new regulations, under which the activity of advising on credit agreements, when provided as a standalone service, constitutes a reserved activity that can be carried out as "indipendent" only by entities registered in a special section of the register of credit brokers.

The paper also focuses on the differences between reserved activities and the borderline activities mentioned above and draws the attention also on the possible impact on the rules on credit brokerage coming from that reform, that is soon to be enacted, on independent credit advisory services.

SOMMARIO: 1. Mediazione creditizia e riserva di attività nella prima disciplina speciale. - 2. La riforma della mediazione creditizia: stessa attività ma diverso ruolo. - 3. La nuova consulenza in

materia creditizia. - 4. I siti di comparazione di prodotti creditizi: dalla mediazione alla consulenza indipendente? - 5. Riserva di attività ed evoluzione tecnologica: alcune fattispecie concrete.

1. È noto che la disciplina speciale dell'attività di mediazione creditizia trova la propria prima fonte normativa nella l. 108/1996 (cd. legge sull'usura)[1], che all'art. 16 istituiva una nuova figura professionale, a cui riservava l'attività di "mediazione o di consulenza nella concessione di finanziamenti da parte di banche e intermediari finanziari" (comma 1) e stabiliva che l'esercizio abusivo della stessa, *recte* in assenza di iscrizione nell'apposito albo, fosse punito con la reclusione (da sei mesi a quattro anni) e con una pena pecuniaria (da euro 2.065 a euro 10.329) (comma 7).

La definizione della citata attività e la specifica del relativo contenuto erano state dettate, a distanza di anni[2], dal d.p.r. 287/2000 contenente altresì l'indicazione dei requisiti per l'iscrizione e la permanenza nell'albo istituito presso l'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC)[3].

Mediatore creditizio era definito colui che "mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche e intermediari finanziari (leggasi ex art. 106 e 107 t.u.b.), con la potenziale clientela, al fine della concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma", e il perimetro della riserva era ulteriormente disegnato attraverso la specifica per cui l'attività doveva essere prestata "professionalmente

[1]In precedenza l'attività di mediazione "in materia creditizia" era soggetta alla disciplina generale del codice civile e della mediazione (l. 39/1989 e d.m. 452/1990). In merito alla legge sull'usura si rinvia a BELLI – MAZZINI, *Applicazione della legge antiusura: a che punto siamo* in *Dir. banca merc. fin*., 1997, p. 357 – 414.

[2]In relazione alle problematiche poste dalla mancata individuazione nella normativa primaria del contenuto dell'attività sottoposta a riserva si rinvia a BANI, *La disciplina dell'attività di mediazione creditizia dettata dal D.P.R. 28 luglio 2000, n.287: qual è la ratio in base alla quale il regolamento individua le categorie di soggetti a cui riservare l'attività?,* in *Mondo banc.*, 2002, n. 2, p. 63 – 70.

[3]Le ulteriori fonti della materia erano rappresentate dal Provvedimento UIC 4 agosto 2000, contenente la disciplina delle procedure da eseguire per l'iscrizione in detto albo, e dal Provvedimento UIC 29 aprile 2005, contenente l'ulteriore disciplina delle procedure da seguire per l'iscrizione/sospensione/cancellazione dall'Albo, nonché la specifica disciplina di trasparenza applicabile ai mediatori creditizi.

anche se a titolo non esclusivo", ovvero "abitualmente".

Evidente il richiamo alla definizione codicistica portata dall'art. 1754 c.c., era caratterizzante l'attività di mediazione creditizia, da un lato, l'oggetto della stessa - la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma - dall'altro l'essere l'attività rivolta nei confronti di soggetti predeterminati *ex lege* in banche / intermediari finanziari e potenziale clientela.

Quanto alla concessione di finanziamenti, vi era chi aveva dedotto dall'essere la locuzione del decreto coincidente con quella portata dell'art. 106 t.u.b. e dalla relativa definizione indicata nella normativa di attuazione[4], che fossero escluse dall'attività di mediazione creditizia le operazioni non rientranti tra quelle espressamente indicate dal d.m. del Tesoro, e chi viceversa riteneva che il termine fosse appositamente ampio, in modo da ricomprendere tutte le operazioni *lato sensu* creditizie[5].

Quanto alle parti dell'affare nessun dubbio vi era sul fatto che gli intermediari finanziari da mettere in contatto con la clientela in aggiunta alle banche fossero gli intermediari ex art. 106 t.u.b. (art. 1 d.p.r. 287/2000).

Quanto alla specifica per cui l'attività doveva essere prestata "professionalmente anche se a titolo non esclusivo", ovvero "abitualmente" si riteneva che fosse riferita a coloro i quali svolgevano l'attività di mediazione creditizia in maniera stabile e non occasionale ancorché non esclusiva[6].

Non era infatti prevista per le società di mediazione creditizia l'esclusività

[4]Ci si riferisce al d.m. del 6 luglio 1994 (poi abrogato e sostituito dal d.m. 29/2009), il quale definiva "concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma" l'attività di concessione di crediti, compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Sul punto il Provvedimento UIC 4 agosto 2000 aveva espressamente chiarito il riferimento al citato decreto.

[5]Si rinvia sul punto a Morera e alla dottrina ivi richiamata (MORERA, *Sulla figura del «mediatore creditizio*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 340 – 348). Altra dottrina ritiene escluse dal regime vincolistico la mediazione svolta in relazione alle altre attività finanziarie di cui all'art. 106 t.u.b. diverse dalla concessione di finanziamenti. SEPE, *Ausiliari all'intermediazione finanziaria e creditizia e riserve di attività*, in AA.VV. *La nuova disciplina dei mutui ipotecari. I1 ruolo del notaio e la prassi bancaria, Quaderni della Fondazione Italiana per il Notariato*, Roma, 2009.

[6]Cfr. SARTORI, *Il mediatore creditizio: profili di disciplina*, in *Riv. Dir. banc*., giugno 2006, p. 11. Ne consegue che erano incluse nella riserva le attività non saltuarie o meramente occasionali.

dell'oggetto sociale[7], tanto è vero che la normativa (art. 16 5° comma) prevedeva la compatibilità dell'attività di mediazione creditizia con lo svolgimento di altre attività riservate[8], salve eventuali ipotesi di incompatibilità da ricercare nella disciplina specifica di esse.

Ex lege, non era considerata mediazione creditizia la raccolta, nell'ambito della specifica attività svolta e strumentalmente ad essa, di richieste di finanziamento effettuata sulla base di convenzioni stipulate con banche e intermediari finanziari da parte di soggetti iscritti in ruoli ed albi professionali (quali ad esempio agenti immobiliari e agenti assicurativi) e da parte di fornitori di beni e servizi (quali ad esempio i concessionari d'auto) (art. 2, comma 3 d.p.r. 287/2000 e art. 3 Provv. UIC 4 agosto 2000)[9].

Parimenti non si applicava la disciplina della mediazione creditizia a banche, intermediari finanziari e imprese d'assicurazione che pure potevano svolgere attività di "intermediazione", *recte* di promozione e collocamento, di prodotti e servizi bancari erogati da altri soggetti abilitati[10]. *A contrario* ai mediatori creditizi era vie-

[7]Tra i requisiti necessari ai fini dell'iscrizione della società nell'Albo era previsto che l'oggetto sociale dovesse comprendere lo svolgimento dell'attività di mediazione creditizia (art. 4, comma 2 d.p.r. 287/2000). Era altresì stabilito che le persone giuridiche dovessero operare per il tramite di persone fisiche parimenti iscritte all'Albo, disposizione finalizzata a evitare la delega di attività a soggetti abusivi, assicurando così al cliente di entrare in contatto con soggetti agevolmente identificabili e tenuti al rispetto di specifiche disposizioni, anche di trasparenza. In tal senso si veda CRISCUOLO, *Collaboratori esterni all'attività finanziaria*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'Ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005.

[8]Prima tra tutte l'agenzia in attività finanziaria, al tempo disciplinata dal d.lg. 374/1999 e s.m.i. con il solo limite per cui le due attività non potevano essere svolte per conto del medesimo soggetto preponente (art. 3 parte I provv. UIC 11 luglio 2002).

[9]La *ratio* della previsione era da rinvenire, secondo attenta dottrina, nella volontà di non ricondurre alla figura del mediatore creditizio le attività poste in essere da soggetti già sottoposti a forme di controllo (CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on lin*e, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2001, p. 504. Diversamente, per altra dottrina, l'esclusione della riserva trovava fondamento nel carattere ausiliario e / o strumentale della mediazione rispetto alla fornitura di altri beni e servizi (GALLO, *La mediazione creditizia: soggetti, attività, controlli*, Bari, 2006, p. 125).

[10]Per effetto dell'introduzione della disciplina speciale dei mediatori creditizi (e degli agenti in attività finanziaria) la Banca d'Italia aveva provveduto a emanare un aggiornamento delle Istruzioni di Vigilanza per le Banche relativamente all'attività bancaria fuori sede (Provvedimento BI 9 settembre 2002 "Attività bancaria fuori sede. Mediatori e agenti"), nonché un successivo comunicato (si veda il Bollettino di vigilanza n. 12/2005). Analoga disciplina era contenuta nelle

tato svolgere le attività riservate per legge a banche e intermediari finanziari, quali la conclusione di contratti, erogazione di finanziamenti, pagamenti e incassi in qualsiasi forma[11].

Così tracciato il perimetro della riserva, per specificare il contenuto dell'attività di mediazione creditizia erano intervenuti alcuni provvedimenti dell'autorità di vigilanza in merito all'attività bancaria fuori sede[12].

In particolare, premessi i concetti di promozione ("pubblicizzazione e consulenza nei confronti della potenziale clientela") e di collocamento ("raccolta delle proposte contrattuali firmate dai clienti, una prima eventuale istruttoria e inoltro della proposta stessa alla banca"), l'autorità di vigilanza aveva chiarito che l'attività di mediazione creditizia "[…] mentre risulta incompatibile per le proprie caratteristiche di neutralità e indipendenza con quella di promozione[13] presenta profili di analogia con il collocamento di finanziamenti per conto di una banca", potendo entrambe le attività consistere "nella raccolta di richieste di finanziamento firmate dal cliente, nel compimento di una prima istruttoria e nell'inoltro delle domande di fido alla banca" (comunicato BI 9 settembre 2000)[14].

Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari iscritti nell'Elenco speciale (Circolare n. 216/1996 - 6° aggiornamento capitolo VI – sez II – par 6 rubricato "distribuzione di prodotti e servizi"). Ivi si legge che le banche possono effettuare la promozione e il collocamento dei prodotti e servizi bancari tra l'altro utilizzando altre banche o SIM e le rispettive reti di promotori finanziari, imprese ed enti di assicurazione intermediari finanziari di cui agli articoli 106 e 107 t.u.b..

[11]Sul punto era interveniva l'UIC a precisare che l'unica attività consentita, in quanto funzionale allo svolgimento della pratica, era la mera consegna come latore di assegni non trasferibili compilati dal cliente o dall'intermediario. (Provvedimento UIC 29 aprile 2005 – Istruzioni per i mediatori creditizi – parte I, punto 3).

[12]Cf. nota precedente.

[13]In quanto l'attività di promozione è tendenzialmente prestata per conto di un soggetto e su mandato dello stesso, mentre i mediatori creditizi non devono essere legati a banche / intermediari o clienti da rapporti di collaborazione di dipendenza o di rappresentanza, che ne possano compromettere l'indipendenza.

[14]Nel medesimo provvedimento veniva indicato, quale elemento distintivo tra mediazione e collocamento, la caratteristica di neutralità e indipendenza propria della mediazione, mentre l'attività di collocamento si basa tipicamente su un incarico conferito dalla banca per favorire la diffusione dei propri prodotti e servizi presso la clientela. La specifica serviva a chiarire che l'autorità di vigilanza riteneva comunque ammissibile l'attività di mediazione svolta sulla base di apposite convenzioni con le banche, sempre che il contenuto delle stesse non compromettesse il

Tale ultimo concetto era stato poi ribadito nel successivo provvedimento UIC 29 aprile 2005 (art. 3 parte I), dove si legge che "è possibile per i mediatori creditizi raccogliere le richieste di finanziamento sottoscritte dai clienti, svolgere una prima istruttoria per conto dell'intermediario erogante e inoltrare tali richieste a quest'ultimo".

Nonostante la non coincidenza tra la formulazione letterale della l. 108/1996 e quella del d.p.r. 287/2000, a seguito dell'emanazione di quest'ultimo provvedimento era chiaro che l'attività di consulenza dovesse essere intesa come una modalità di svolgimento della mediazione creditizia piuttosto che come attività a sé stante[15]. Ovvero, per dirla con le parole dell'autorità di vigilanza, che la (sola) attività di consulenza finalizzata alla messa in contatto delle parti integrava attività di mediazione creditizia (art. 1 parte I Provv. UIC 29 aprile 2005).

In tal senso si è pronunciata, a distanza di anni, anche la Suprema Corte, la quale ha ritenuto non costituire mediazione l'attività di mera assistenza e consulenza finalizzata alla preparazione e alla presentazione di una domanda rivolta alla concessione di finanziamenti pubblici da presentare ad un organo già determinato[16].

Rilevante, per i profili qui d'interesse, l'enunciazione nell'ambito di tale sentenza del contenuto dell'attività di messa in relazione e del legame di causalità

requisito di neutralità ed indipendenza del mediatore (comunicato BI 9 settembre 2000). Concetto poi ribadito nel successivo comunicato sull'attività bancaria fuori sede il quale enuncia le cautele da adottarsi per l'offerta fuori sede da parte di soggetti terzi di prodotti e servizi bancari, compresa forma e contenuto delle convenzioni da stipularsi con i mediatori creditizi

[15]In tal senso PAOLINI, *Oggetto sociale e attività finanziarie, studio n. 3532*, in *CNN notizie del 22 maggio 2002*, p. 12. Secondo l'A., la mera attività di consulenza, purché non costituente forma dissimulata di mediazione, non è da considerare assoggettata ad alcuna specifica riserva; diversamente la consulenza prestata in maniera strumentale al fine di mettere in contatto clienti e finanziatori. Nello stesso senso SEPE, il quale sottolinea altresì l'assenza di una distinzione normativa tra consulenza generale e consulenza specifica in ambito bancario (a differenza del settore finanziario) e l'esistenza di un unico regime normativo, caratterizzato per l'appunto dall'assenza della riserva (SEPE, *Cit.*, 2009).

[16]Cass. sent. n. 24118/2013 (con nota di CIRAOLO, *I limiti dell'attività di mediazione creditizia ed il rapporto con la consulenza finalizzata alla concessione di finanziamenti nella recente giurisprudenza della Cassazione*, in *Diritto banca merc. fin.*, 2015, n. 4, p. 683 – 708).

giuridica che deve sussistere tra l'opera del mediatore e la conclusione dell'affare.

Ivi si legge che, pur potendo assumere in concreto le forme più disparate, la messa in relazione "concettualmente non può che ridursi a due attività principali: individuare la persona con cui contrattare, o l'oggetto della contrattazione" e che a sua volta, "l'individuazione della persona con cui contrattare è attività che può teoricamente avvenire con due modalità diverse: l'avvicinamento o il reperimento. Si ha la prima quando il mediatore favorisce la conoscenza di due persone che in precedenza erano ignote l'una all'altra; si ha la seconda quando il mediatore appiana le divergenze esistenti tra due intermediati che già si conoscevano".

Se dunque, secondo la Suprema Corte, l'attività posta in essere deve consistere nell'individuazione della persona e/o dell'oggetto del contratto, affinché vi sia mediazione è altresì necessario che la stessa sia causa determinante della conclusione dell'affare[17]. Così che "un affare può dirsi concluso "per effetto" dell'intervento del mediatore non quando questi abbia svolto un generico ruolo di assistenza, consiglio o consulenza di una delle parti, ma quando abbia svolto un'opera di reperimento od avvicinamento tra queste, nel senso sopra indicato"[18].

In senso parzialmente inverso a quanto sopra indicato, occorre considerare che l'art. 17 della l. 262/2005 ha successivamente ampliato l'attività di mediazione

[17]La Suprema Corte, per limitare l'ambito delle ipotesi di mediazione, richiama la precedente sentenza Cass. n. 3071/1962, secondo cui "è necessario, quindi, che "tra l'attività del mediatore ed il negozio giuridico ai fini del quale egli ha prestato la sua opera vi sia un rapporto di causalità per cui il contratto principale, nel suo contenuto essenziale, appaia come il risultato utile dell'attività dell'intermediario, e che questa possa ritenersi conseguenza dell'opera dell'intermediario, tale che senza di essa, secondo l'ordine normale delle cose, il contratto non si sarebbe concluso". Specificatamente riferita alla mediazione creditizia, la successiva sentenza della Cassazione n. 12961/2014, la quale afferma una qualificazione del rapporto oggetto di giudizio in termini di mediazione – piuttosto che il mandato – "attesa l'innegabile finalizzazione dell'intervento di consulenza professionale all'erogazione" in favore del cliente di alcuni finanziamenti, ritenendo non rilevante che l'obbligo del mediatore fosse quello di predisporre ed eventualmente integrare la documentazione necessaria, nonché la mancanza di trattativa in ordine ad ammontare e garanzie del finanziamento.

[18]In termini non dissimili la dottrina secondo cui la consulenza in materia si tradurrebbe nella selezione delle proposte di finanziamento disponibili sul mercato, nonché nell'orientamento e informazione alla clientela, funzioni prodromiche e strumentali alla conclusione della specifica operazione creditizia (GALLO, *Cit.*, 2006, p. 121).

creditizia comprendendovi anche l'attività di mediazione "e" la consulenza nella gestione del recupero crediti da parte di banche e intermediari finanziari (di cui al solo art. 107 t.u.b.). Tale attribuzione, infatti, era stata criticata da più parti, sia per la contraddittorietà con i requisiti di autonomia e indipendenza propri della mediazione, sia per essere l'attività *de quo* più consulenziale che mediativa[19].

2. Il successivo d.lg. 141/2010, di recepimento della direttiva sul credito ai consumatori, ha ricondotto al t.u.b. la disciplina dei mediatori creditizi, lasciando immutato il perimetro della riserva, ma sostanzialmente modificando i requisiti necessari per l'iscrizione nel relativo nuovo elenco e il regime delle incompatibilità con le altre attività di intermediazione[20].

In estrema sintesi, tale decreto legislativo e la relativa disciplina di attuazione hanno ribadito che è mediatore creditizio il soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal titolo V t.u.b. (già intermediari *ex* artt. 106 e 107 t.u.b.) con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, (art. 128 *sexies* comma 1) e che l'esercizio professionale dell'attività nei confronti del pubblico è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco (art. 128 *sexies* comma 2) ora tenuto e vigilato dall'OAM[21].

[19]Cfr. *Ibid.*, p. 137. Secondo altra dottrina, l'attività di mediazione nella consulenza e gestione del recupero dei crediti, non integrava attività di mediazione, ma si configurava come altra attività slegata da questa, se non per il fatto di essere esercitata dal medesimo soggetto. Da quanto sopra l'A. faceva discendere che mentre l'attività di mediazione creditizia è riservata ai soggetti iscritti nell'apposito albo, non esisteva riserva a favore dei mediatori per l'altra attività, che potevano esercitare in concorrenza con le società di recupero crediti CORVESE, *Commento all'art. 17*, in *La tutela del risparmio* (a cura di NIGRO – SANTORO), Torino, 2007, p. 310-311.

[20]A stretto giro dalla sua emanazione il d. lg. 141/2010 è stato oggetto di due correttivi[20], che ne hanno sostanzialmente modificato le previsioni: il d.lg. 218/2010 e il d.lg. 169/2012. Nel presente lavoro il riferimento è il d.lg. 141/2010, quale risultante a seguito di tali due correttivi. Per l'iter di adozione del d.lg. 141/2010 e i primi commenti sullo stesso si rimanda a DE CAROLIS, *La nuova disciplina dei mediatori creditizi e degli agenti in attività finanziaria nel disegno di legge di riforma delle disposizioni in materia di credito al consumo*, in *Mondo banc.*, 2008, 1, p. 9 -19; BELLI - CORVESE, *Le nuove regole per agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi introdotti dal d.lgs 141/2010: primi appunti*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, p. 11-25;

[21]Trattasi dell'Organismo degli Agenti e dei Mediatori, costituito dal 2011, cui è affidata la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi, nonché specifici

Salvo quanto di seguito indicato, è quindi rimasta immutata la definizione dell'attività di mediazione creditizia, come pure le pene edittali previste per l'esercizio abusivo della stessa (art. 140 *bis*, comma 2).

L'attività di mediazione creditizia consiste dunque nella raccolta delle richieste di finanziamento sottoscritte dai clienti, nello svolgimento di una prima istruttoria per conto dell'intermediario erogante e nell'inoltro di tali richieste a quest'ultimo (art. 13 1° comma d.lg. 141/2010). Il medesimo articolo ribadisce che ai mediatori creditizi è vietato concludere contratti, nonché effettuare, per conto di banche o di intermediari finanziari, l'erogazione di finanziamenti e ogni forma di pagamento o di incasso di denaro contante, di altri mezzi di pagamento o di titoli di credito[22].

L'attività di mediazione consta, anche, dell'attività di consulenza, ad eccezione di quella specifica relativa ai crediti ai fini di ristrutturazione e di recupero degli stessi ora opportunamente riservata agli agenti in attività finanziaria (art. 128 *quaterdecies*).

Tale attività di consulenza, nell'interpretazione dell'OAM, consiste nell'individuazione e disamina del fabbisogno finanziario del cliente, nella traduzione delle sue esigenze finanziarie nella forma di finanziamento più adeguata, nella descrizione e valutazione delle caratteristiche dei prodotti offerti sul mercato *et similia,* qualora possano avere quale effetto la messa in contatto dell'utente con l'intermediario erogante e la successiva conclusione del contratto di finanziamento[23]. Conseguentemente, sempre secondo l'OAM, solo un'attività di consulenza che rimanga del tutto svincolata dalla possibile conclusione del contratto di

compiti di controllo sugli stessi. In merito si rinvia a COCCHI, *Commento sub artt. 128-quaterquaterdecies*, *La disciplina di agenti e mediatori*, in COSTA (a cura di), *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Torino, 2013, p. 1567-1581.

[22]Sul punto è intervenuto il MEF con la nota del 12/9/2013 a specificare che l'attività di mediazione non comprende la raccolta della firma del cliente su moduli contrattuali di finanziamento prestampati firmati dal cliente (attività che invece rientra nell'ambito della riserva dell'agenzia in attività finanziaria).

[23]Si veda la Comunicazione OAM n. 2/2013.

finanziamento non è soggetta a riserva e può essere esercitata da soggetti non iscritti in elenco[24].

Ex lege non integra esercizio di mediazione creditizia:

a) la promozione e la conclusione, da parte di fornitori di beni e servizi, di contratti di finanziamento unicamente per l'acquisto di propri beni e servizi sulla base di apposite convenzioni stipulate con le banche e gli intermediari finanziari;

b) la promozione e la conclusione, da parte di banche, intermediari finanziari, imprese di investimento, società di gestione del risparmio, SICAV, imprese assicurative, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica e Poste italiane S.p.A. di contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma e alla prestazione di servizi di pagamento[25].

Sono state rafforzate le caratteristiche di neutralità e indipendenza tipiche del mediatore, che non deve essere legato agli intermediari eroganti da legami, societari[26] o contrattuali che ne compromettano l'indipendenza, ferma restando però la possibilità, già prevista in passato, di stipulare convenzioni con banche e

[24]Secondo Capone la norma chiarisce che anche la sola attività di consulenza configura mediazione creditizia ed è quindi riservata. CAPONE, *Commento sub artt. 128-quater-quaterdecies*, *I contenuti della riserva di attività di agenzia in attività finanziaria e di mediazione creditizia*, in COSTA (a cura di), *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Torino, 2013, p. 1564.

[25]La *ratio* delle deroghe viene individuata da un lato nel permettere ai finanziatori di continuare ad avvalersi dei c.d. *dealers*, dall'altro nel mantenere l'assetto previgente e favorire sinergie e distribuzione incrociata di prodotti e servizi bancari (CAPONE, *Cit.* p. 1566). Sottolinea, invece, Gallo l'ausiliarietà e /o strumentalità dell'attività di "mediazione" rispetto alle attività principali svolte da tali soggetti quale caratteristica che accumunerebbe tutte tali ipotesi (GALLO, *Art. 128 sexies*, in AA.VV. *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE, Padova, 2012, p. 2093).

[26]In particolare l'art. 17 del d.lg. 141/2010 e s.m.i. prevede che le società di mediazione creditizia non possano detenere, neppure indirettamente, partecipazioni in banche o intermediari finanziari; viceversa le banche e gli intermediari finanziari non possono detenere, nelle imprese o società che svolgono l'attività di mediazione creditizia, partecipazioni che rappresentano almeno il dieci per cento del capitale o che attribuiscono almeno il dieci per cento dei diritti di voto o che comunque consentono di esercitare un'influenza notevole. Per evitare facili aggiramenti della disciplina è stato altresì previsto che i dipendenti, gli agenti e i collaboratori di banche ed intermediari finanziari non possono svolgere attività di mediazione creditizia, né esercitare, neppure per interposta persona, attività di amministrazione, direzione o controllo nelle società di mediazione creditizia ovvero, anche informalmente, attività di promozione per conto di intermediari finanziari diversi da quello per il quale prestano la propria attività.

intermediari finanziari.

Le principali differenze rispetto al sistema previgente attengono da un lato all'esclusività dell'attività del mediatore creditizio, che oltre alla mediazione può svolgere solo le attività connesse e strumentali (art. 128 *sexies,* comma 3 t.u.b.); sono stati conseguentemente eliminati dalla definizione i previgenti riferimenti all'esercizio professionale o abituale dell'attività; dall'altro lato, alla limitazione dello svolgimento dell'attività di mediazione creditizia da parte delle sole società di capitali, con la previsione di requisiti più stringenti per l'iscrizione nell'elenco OAM[27] (art. 128 *septies* t.u.b.).

Un articolato regime delle incompatibilità con le altre attività di intermediazione nel settore creditizio, finanziario e assicurativo, completa il quadro normativo di riferimento dell'attività riservata al mediatore creditizio. In particolare l'attività di mediazione creditizia è incompatibile con l'attività di promotore finanziario (ora consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede) e con l'attività di agente di assicurazione (art. 17 d.lg. 141/2010), nonché con l'agenzia in attività finanziaria e l'agenzia nei servizi di pagamento (art. 128 *octies* t.u.b.) [28].

Non è questa la sede per una disamina delle motivazioni che hanno indotto il legislatore delegato alle modifiche sopra indicate, volendosi piuttosto qui evidenziare che, per effetto delle stesse, appare diverso nella sostanza il ruolo attribuito al mediatore creditizio e la sua collocazione nell'universo dell' intermedia-

[27] A parte la forma di società di capitali e l'oggetto sociale esclusivo, trattasi del possesso dei partecipanti di controllo al capitale e degli esponenti aziendali di requisiti di onorabilità, del possesso degli esponenti aziendali di requisiti di professionalità, compreso il superamento di un apposito esame e di alcuni requisiti organizzativi. I requisiti organizzativi sono stati stabiliti con DM 31/2014. Si legge nella Relazione illustrativa al d.lg. 141/2010 che tali requisiti sono volti a *"consentire l'esercizio dell'attività di mediazione creditizia soltanto ai soggetti più affidabili, atteso che il mediatore creditizio opera in autonomia anche in assenza di legami contrattuali con intermediari vigilati che possano essere chiamati a rispondere del suo operato".*

[28] La normativa primaria rimanda comunque a un regolamento da emanarsi a cura del MEF per l'individuazione di altre ipotesi di incompatibilità

zione creditizia, finanziaria e assicurativa[29].

Infatti, dal punto di vista del d.lg. 141/2010, il mediatore creditizio è un soggetto terzo e imparziale rispetto alle parti, strutturato e auspicabilmente solido, la cui attività consiste nel mettere in contatto il cliente con l'intermediario erogante il finanziamento più adatto alle sue specifiche esigenze attraverso un'attività che appare, rispetto al passato, più spiccatamente consulenziale.

L'accentuazione del carattere consulenziale dell'attività di mediazione, oltre a essere incentivata dalla disciplina di trasparenza delle operazioni e dei prodotti bancari, che onera, tra gli altri, i mediatori di vari compiti *lato sensu* di consulenza[30], è imposta dalla normativa pertinente i contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, di cui al paragrafo che segue, ed è sorretta dall'evoluzione tecnologica che permette al mediatore l'incontro con una platea di potenziali clienti non limitata geograficamente e la presentazione di tutte le tipologie di finanziamento presenti sul mercato e di molti, se non tutti, possibili finanziatori.

Da un diverso punto di vista, il mediatore creditizio, quale canale distribu-

[29]La dottrina già citata ha evidenziato che il carattere esclusivo dell'attività determina uno *"stravolgimento della figura professionale"* del mediatore *"e della sua attività con riflessi sui contenuti del controllo"*. In particolare se la normativa del 1996 seguiva una logica per così dire inclusiva, in quanto era finalizzata ad assoggettare al controllo l'opera di soggetti diversi che svolgevano tale attività anche in occasione dello svolgimento di altre attività, l'innalzamento e l'irrigidimento dei requisiti estende l'area dell'illiceità, ma riporta nel sommerso le forme di mediazione meno organizzate. Diversa sarebbe anche la *ratio* della riserva di attività: non più (solo e tanto) la prevenzione della commissione del reato di usura, quanto la previsione di un'attività regolata e di un intermediario finanziario assoggettato ai controlli tipici dell'ordinamento finanziario. GALLO, *Cit.*, 2012, p. 2096.

[30]In senso non dissimile anche NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla Trasparenza alla "consulenza"?* in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, 11 -22). L'A. evidenzia che la disciplina di trasparenza tende ad una estensione del suo oggetto comprendendo a carico dei finanziatori "*un obbligo di assistenza del cliente nelle scelte che può anche arrivare ad essere definito di consulenza"*, citando, tra gli altri, quale esempio l'obbligo di assistenza di cui all'art. 124 comma 5 t.u.b. Premesso che, per espressa previsione della disciplina secondaria, anche l'intermediario del credito di cui il finanziatore si avvale è onerato degli obblighi di assistenza previsti dal citato art. 124 comma 5, con specifico riferimento ai mediatori creditizi si richiamano altresì le norme che prevedono la consegna della documentazione di trasparenza e informativa e la capacità degli tessi di fornire chiarimenti su quella (Provvedimento BI 29 luglio 2009 e s.m.i. sez. VIII – par. 2I.

tivo indipendente di prodotti bancari, si contrappone nettamente al canale *captive* rappresentato dagli agenti in attività finanziaria di banche e intermediari finanziari obbligati al monomandato per prodotto[31], non potendo più sommare su di sé entrambi i ruoli.

D'altro canto, al fine di permettere economie di scala, ovvero la distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi, il mediatore creditizio può svolgere, previa iscrizione nei relativi elenchi, attività di intermediazione nei settori assicurativo e finanziario, ma esclusivamente in qualità di *broker* assicurativo o riassicurativo, nonché di consulente finanziario (leggasi autonomo)[32].

3. Che il *trend* dell'evoluzione normativa in materia di mediazione creditizia sia quello di enfatizzare il momento consulenziale rispetto a quello, pure essenziale, della messa in contatto delle parti del finanziamento è reso evidente dall'introduzione nel t.u.b. a cura del d.lg. 72/2016[33] del "servizio di consulenza".

Tale servizio consiste nel fornire raccomandazioni personalizzate al consumatore in merito a una o più operazioni relative a contratti di credito, leggasi im-

[31]L'art. 128 *quater* t.u.b. prevede che gli agenti in attività finanziaria svolgano la loro attività su mandato di un solo intermediario o, per il caso in cui l'intermediario conferisca un mandato solo per specifici prodotti o servizi, possano assumere due ulteriori mandati, al fine di offrire l'intera gamma di possibili prodotti o servizi.

[32] Si legge nella relazione al secondo correttivo al d.lg. 141/2010 in relazione ai commi introdotti in materia di incompatibilità che dette disposizioni si propongono di "*disciplinare la materia distinguendo tra canali indipendenti e canali captive*", prevedendo, "*fermo (...) il rispetto dei requisiti previsti per le relative iscrizioni, compreso il superamento del corrispondente esame, nonché della normativa di settore, (...) che: - gli agenti in attività finanziaria possano operare come agenti assicurativi o promotori finanziari e viceversa; - i mediatori creditizi possono operare come broker assicurativi e consulenti finanziari e viceversa*". In merito alle incompatibilità tra l'attività di mediazione creditizia e l'attività di agenzia assicurativa, si rimanda altresì alla Comunicazione OAM 7/2015.

[33]Il d.lg. 72/2016 ha recepito in Italia la Direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, meglio nota come MCD (*Mortage Credit Directive*). Per effetto del recepimento il d.lg. 72/2016 ha introdotto nel titolo VI del t.u.b., il capo I *bis*, relativo alla trasparenza delle operazioni di credito immobiliare ai consumatori, e ha apportato modifiche al titolo VI *bis* del t.u.b. e al d.lg. 141/2010 per quanto riguarda la disciplina dei mediatori creditizi, introducendo il servizio di consulenza in materia creditizia. In merito all'iter di recepimento della citata direttiva si rinvia a FERRETTI – SANTORO, *Prime osservazioni sul decreto legislativo di recepimento della direttiva mutui*, in *dirittobancario.it*, maggio 2016.

mobiliare ai consumatori (art. 120 *quinques* comma 1, lett. i, t.u.b.) ed è riservato, oltre che ai finanziatori, agli intermediari del credito *sub specie* di agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi (art. 120 *terdecies* comma 1).

La raccomandazione è personalizzata nel senso di:

a) essere adeguata rispetto ai bisogni e alla situazione personale e finanziaria del consumatore, conosciuta per mezzo di informazioni preventivamente acquisite dal consulente;

b) tener conto di ipotesi ragionevoli in merito ai rischi per il consumatore, avuto riguardo a tutta la durata del contratto di credito raccomandato.

La definizione chiarisce che non integra il "servizio di consulenza" l'attività resa nello svolgimento dell'intermediazione di un credito in adempimento dei relativi obblighi, ad esempio di assistenza precontrattuale introdotti all'art. 120 *novies* comma 5 t.u.b.[34].

Sotto tale aspetto più chiara appare la definizione della MCD[35], per cui integrano il servizio di consulenza le raccomandazioni che costituiscono attività separata rispetto alla concessione del credito e alle attività di intermediazione del credito (art. 4 n. 21)[36].

[34]In analogia con quanto previsto dalla disciplina in materia di credito ai consumatori (art. 124 comma 5 t.u.b.), la disposizione prevede anche per il credito immobiliare ai consumatori che il finanziatore o l'intermediario del credito forniscano al consumatore chiarimenti adeguati sui contratti di credito ed eventuali servizi accessori proposti, in modo che questi possa valutare se il contratto di credito e i servizi accessori proposti siano adatti alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria.

[35]In merito alla MCD si rimanda a PELLECCHIA, *La direttiva 2014/17/UE: sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016 p. 206 – 226, GRISAFI, *Credito ai consumatori e beni immobili residenziali: la nuova direttiva mutui tra ragioni di omogeneità comunitaria e questioni di eterogeneità nazionale* in *Studium iuris*, 2015, 655-658 e 796 – 803; PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella Direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)* in: *Contr. Impr.*, 2014, 523, nonché AA.VV., *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo, Commentario alla Direttiva 2014/17/UE,* in *Quaderno della Fondazione Italiana del notariato*, n. 1/2015.

[36]Si legge nel *Considerando* 63 della direttiva che "*fornire consulenza sotto forma di raccomandazioni personalizzate costituisce un'attività separata che può ma non deve necessariamente essere combinata con altri aspetti della concessione o intermediazione del credito"*. In merito alla MCD e al servizio di consulenza si rimanda a LUPOI, *La Direttiva*

Conseguentemente per effetto dell'introduzione del servizio di consulenza in materia di contratti di credito immobiliare ai consumatori[37] risulta ampliata la riserva di attività del mediatore creditizio.

È pur vero che il mediatore condividerà tale attività anche con finanziatori e agenti in attività finanziaria, ma in questa sede ad essere rilevante è la circostanza che la consulenza è svincolata dalla messa in contatto delle parti del finanziamento.

Detto altrimenti, innovando rispetto al passato, la consulenza *tout court* in materia di contratti di credito immobiliare ai consumatori diventa attività riservata, anche, ai mediatori creditizi.

Nell'ambito del medesimo articolo 120 *terdecies* è altresì introdotta la figura del cd. consulente indipendente che, stando a quanto indicato nella relazione al d.lg 72/2016, costituisce "un nucleo specifico" nell'ambito della consulenza generale ed è oggetto di uno specifico regime.

Per effetto di tale modifica viene sottoposta a riserva un'attività in precedenza libera nei limiti in cui non era strumentale alla messa in contatto di due parti per la concessione di un finanziamento.

Tale attività è ora riservata ai soli consulenti indipendenti, iscritti in una istituenda sezione speciale dell'elenco dei mediatori creditizi (art. 128 *sexies* comma 2 *bis* t.u.b.) e, per effetto del richiamo contenuto nell'art. 128 *septies* 1° comma, in possesso dei medesimi requisiti di iscrizione già citati nel paragrafo che precede.

Il consulente indipendente è individuato in base al servizio che presta

---

17/2014, il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza al credito, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2016, 2, p. 234 – 250.

[37]In senso contrario, all'ampliamento della riserva occorre, considerare che, come già evidenziato, il d.lg. 72/2016 ha demandato al MEF il compito di individuare, con proprio regolamento le attività di "segnalazione" relative ai contratti di credito immobiliare ai consumatori che non costituiscono esercizio di mediazione creditizia (art. 2 comma 1 d.lg. 72/20162). Di tal che, a seconda di come tale attività sarà declinata dal MEF l'attività riservata potrebbe essere in parte ridimensionata.

"professionalmente[38]" "in via esclusiva" e alle modalità di svolgimento della propria attività, avuto riguardo sia alle relazioni che non deve intrattenere con i finanziatori, sia alle norme di comportamento che deve seguire nei confronti dei clienti.

Quanto al servizio prestato in via preliminare occorre sottolineare che la raccomandazione può avere ad oggetto "una o più operazioni relative a contratti di credito" immobiliare ai consumatori[39], ma non solo: infatti l'art. 128 *sexies* comma 2 *bis* t.u.b. fa espressamente riferimento alla concessione di finanziamenti "sotto qualsiasi forma". Ne consegue che l'esercizio professionale del servizio di consulenza indipendente, relativamente a ogni tipologia di finanziamento erogabile da banche e intermediari finanziari, sarà riservato ai "soggetti" iscritti in tale sezione speciale.

Quanto sopra dopo l'emanazione della disciplina che si ritiene dovrà disciplinare la consulenza indipendente riferita a contratti diversi da quelli immobiliari ai consumatori, essendo, a stretto rigore, l'art. 120 *terdecies* "servizi di consulenza", applicabile solo alle raccomandazioni personalizzate relative ai contratti di credito relativi a beni immobili residenziali; e non essendoci nessun richiamo né a tale articolo né al relativo servizio nei capi dedicati rispettivamente alla trasparenza degli altri contratti di credito, inclusi quelli di credito (non immobiliare) ai consumatori.

Qualifica la consulenza "indipendente" l'aver preso in considerazione, ai fini della raccomandazione, un numero sufficientemente ampio di contratti di credito disponibili sul mercato, il cui numero e/o elenco si ritiene dovrà essere comunicato al cliente in sede precontrattuale (art. 120 *terdecies,* comma 3, lett. d), nonché la remunerazione esclusivamente a carico del cliente (art. 128 *sexies,* comma

[38]Per la verità poco comprensibile appare il riferimento a un esercizio professionale dell'attività atteso che la stessa può essere prestata solo in maniera esclusiva.

[39]Sul punto l'art. 22 paragrafo 3 lett d) della MCD prevede che il consulente prenda in considerazione un numero *"sufficiente di contratti di credito disponibili sul mercato e raccomandi un contratto di credito adeguato o più contratti di credito disponibili, adeguati ai bisogni e alla situazione finanziaria e personale del consumatore".*

3 *bis*)[40], comunicata anche essa prima della prestazione del servizio di consulenza (art. 120 *terdecies* comma 4, lett. b).

Da quanto sopra sinteticamente richiamato appare evidente che il legislatore delegato ha individuato nel mediatore il soggetto per vocazione deputato allo svolgimento della consulenza. Tuttavia non ha considerato che l'indipendenza è una caratteristica immanente della mediazione in sé, che ben può sussistere, come in precedenza indicato dalla Banca d'Italia e ammesso dalla giurisprudenza, pure in caso di un incarico dell'intermediario finanziario e di compenso pagato esclusivamente da esso.

Di qui l'istituzione del consulente "indipendente", non meglio qualificato da un punto di vista soggettivo ma iscritto in una sezione speciale dell'elenco dei mediatori creditizi e in possesso dei medesimi requisiti, laddove "indipendente" è sinonimo di "non convenzionato con banche e intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b.", ovvero da questi non pagato[41].

Così che il consulente bancario non sarà che un "mediatore" dotato di una doppia indipendenza, o di una indipendenza al quadrato, consistente da un lato nell'assenza di qualsiasi legame di rappresentanza, collaborazione o dipendenza con ciascuna delle due parti del finanziamento, dall'altro nell'assenza di qualsiasi rapporto contrattuale ed economico con il solo finanziatore.

Per i profili qui d'interesse è rilevante che, per effetto delle modifiche su richiamate, la consulenza in materia creditizia potrà quindi presentarsi come:

1. consulenza strumentale alla mediazione relativa a qualsiasi tipologia di

[40]Sul punto la MCD prevede che la condizione di non remunerazione da parte dei finanziatori si applichi solo se il numero di creditori presi in considerazione è inferiore alla maggioranza del mercato (art. 22, paragrafo 4), ferma retando la possibilità degli Stati membri di imporre condizioni più rigorose

[41]Si legge nella relazione al D.Lg. 72/2016 a proposito dell'articolo 128 *sexies* t.u.b. "la figura del consulente del credito, nel rispetto dei requisiti sopra menzionati, potrà essere ricondotta all'interno della categoria, già esistente, del mediatore creditizio: il consulente dovrà pertanto richiedere l'iscrizione in una sezione speciale dell'elenco e1ei mediatori creditizi di cui all'art. 128 sexies comma 2 t.u.b. tenuto dall'Organismo […]".

finanziamento: attività riservata ai mediatori creditizi, avente le caratteristiche indicate al paragrafo che precede e con *fee* potenzialmente a carico dei finanziatori o dei clienti o di entrambi;

2. consulenza quale servizio a sé stante per i contratti di credito immobiliare ai consumatori, riservata, tra gli altri[42], ai mediatori creditizi "ordinari" con *fee* potenzialmente a carico dei finanziatori, e/o se del caso anche dei clienti;
3. consulenza indipendente quale servizio a sé stante relativo a qualsiasi tipologia di finanziamento riservata ai consulenti indipendenti con *fee* a carico dei soli clienti.

In attesa dell'emanazione della normativa di attuazione e/o di ulteriori correttivi alla disciplina primaria, peraltro già annunciati[43], non è dato sapere quali attività strumentali, connesse e compatibili potrà svolgere il consulente indipendente.

E' lecito ipotizzare che si tratterà delle medesime attività previste per la mediazione creditizia[44], ma con esclusione di quest'ultima non potendo un medesimo soggetto egli agire a sua scelta nei confronti del cliente ora come mediatore creditizio.

Pacifico dovrebbe essere che il consulente dovrà arrestare la propria attività alla raccomandazione personalizzata, non potendo poi mettere in contatto il

[42]La consulenza non indipendente in materia di contratti di credito immobiliare ai consumatori potrà essere prestata, in quanto attività ad essi riservata, anche dai finanziatori e dagli altri intermediari del credito. In tal senso l'art. 120 *terdecies* comma 1, che riproduce il testo dell'art. 22 paragrafo 6 della MCD, il quale recita che gli stati membri assicurano che i servizi di consulenza siano prestati solo da creditori, intermediari del credito (e rappresentanti designati). In tali ipotesi la consulenza avrà ad oggetto i prodotti offerti dagli intermediari preponenti dei consulenti.

[43]Ai sensi dell'art. 2, comma 2, del d.lg. 72/2016 (che ha introdotto il comma 1 *bis* all'art. 13, del d.lg. 141/2010), il MEF dovrà stabilire gli ulteriori requisiti, condizioni e incompatibilità per lo svolgimento dell'attività di consulente bancario indipendente, definendo anche accorgimenti per assicurare che il servizio sia prestato in modo effettivamente indipendente e nell'interesse del consumatore. Si richiama sul punto la Comunicazione OAM n. 10/2016, la quale preannuncia ulteriori interventi di normativa nazionale sia primaria sia secondaria con riferimento al mutuo riconoscimento in ambito comunitario dell'attività delle reti.

[44]Per un raffronto tra consulenza in materia creditizia e consulenza finanziaria si rinvia a LUPOI, *Cit.*, p. 246 -247

cliente con il finanziatore suggerito; ciò sia per i limiti stabiliti dalla disciplina primaria sia perché in caso contrario, infatti, il servizio di consulenza verrebbe di fatto a sovrapporsi alla mediazione.

Da un diverso punto di vista, la riserva di attività, unitamente al requisito dell'esclusività della stessa, pone l'interrogativo su quanti soggetti, dovendo possedere i medesimi requisiti (*ergo* sostenere i medesimi costi) per prestare alternativamente l'attività di mediazione creditizia o la consulenza indipendente, opteranno per limitare il proprio ambito di attività a quest'ultima.

Lato cliente si pone il medesimo interrogativo: quanti, potendo ricevere e pagare un unico servizio (mediazione comprensiva di consulenza), piuttosto che due servizi (consulenza indipendente / mediazione vera e propria) per conseguire il medesimo risultato, ovvero l'erogazione di un finanziamento, opteranno per la seconda opzione, pur di assicurarsi che la raccomandazione prestata non sia condizionata dall'interesse del consulente (retribuito dal finanziatore).

È pur vero che, ottenuta la consulenza indipendente, i clienti potranno mettersi in contatto direttamente e autonomamente con il finanziatore per ottenere il finanziamento raccomandato. Anzi presumibilmente è proprio questo il modello ipotizzato dal legislatore.

In tal senso la normativa potrebbe anche interpretarsi quale risposta al generale processo di disintermediazione del credito reso possibile dall'innovazione tecnologica, che potenzialmente rende superflua l'attività di messa in contatto vera e propria e a contrario accresce il bisogno di consulenza.

In ogni caso è evidente che la scelta del cliente di rivolgersi al consulente indipendente piuttosto che al mediatore tradizionale dipenderebbe essenzialmente dalla sua volontà e propensione a farsi parte attiva nei confronti del finanziatore per ottenere il finanziamento consigliato, oltre che dalla sua "maturità"

tecnologica[45].

Ulteriori spunti di riflessione emergono dall'osservazione della mediazione creditizia per come è svolta nella pratica, anche con riferimento alle possibilità offerte dalla tecnologia.

4. In termini generali l'utilizzo della tecnologia, in particolare delle tecniche di comunicazione a distanza e di *internet,* si sposa perfettamente con la *mission* del mediatore creditizio quale delineata al precedente paragrafo 2, consentendogli l'incontro con una platea di potenziali clienti non limitata geograficamente e la presentazione a questi di tutte le tipologie di finanziamento presenti sul mercato e di molti possibili finanziatori.

Il connubio mediazione creditizia / tecniche di comunicazione a distanza, già previsto nella prima disciplina speciale[46], è stato sostanzialmente enfatizzato dal d.lg. 141/2010 che, pur lasciando immutata la riserva di attività del mediatore creditizio, ha inasprito i requisiti per lo svolgimento dell'attività, riservandolo a società di capitali organizzate, e ha modificato il ruolo del mediatore nel settore dell'intermediazione creditizia, finanziaria e assicurativa.

Più di un commentatore del d.lg. 141/2010 ha evidenziato come la stessa abbia inteso introdurre *"poli di aggregazione"* qualificati nel settore della mediazione obbligando le persone fisiche che tale professione esercitavano *"coprendo il territorio ed instaurando rapporti fiduciari con i clienti"* ad affiliarsi e legarsi in so-

[45]Come evidenziato dalla dottrina già citata il mediatore già in precedenza svolgeva un servizio per gli aspiranti al credito che, da una parte può assumere la veste del semplice disbrigo di pratiche, dall'altra si pone come una sorta di consulenza sugli aspetti tecnici dell'affare (GALLO, *Cit.*, 2012 p. 2094).

[46]Il provvedimento UIC 29 aprile 2005, recante *inter alia* le disposizioni di trasparenza specifiche per i mediatori creditizi prevedeva una specifica sezione per le tecniche di comunicazione a distanza e l'utilizzo di internet (parte IV sezione 6), stabilendo che i documenti di trasparenza precontrattuali dei mediatori creditizi dovessero essere accessibili direttamente dalla pagina di apertura del sito internet utilizzato e mediante collegamento ipertestuale da ogni pagina del sito dedicata ai rapporti commerciali con i clienti. Inoltre che i mediatori creditizi dovessero comunicare all'UIC l'indirizzo dei siti internet utilizzati per lo svolgimento della propria attività, ma non anche i siti utilizzati per i soli annunci pubblicitari.

cietà[47].

Il risultato è stata una drastica riduzione dei soggetti iscritti nell'elenco dei mediatori creditizi, sia in termini di società di mediazione, sia in termini di collaboratori delle stesse[48].

Società di mediazione creditizia strutturate, ma con pochi collaboratori presenti sul territorio, non possono che far uso degli strumenti offerti dalla tecnologia per lo svolgimento della propria attività.

La realizzazione del modello giuridico introdotto dal d.lg. 141/2010 è rappresentata dai siti *internet* comparatori di prodotti creditizi, i cui primi esempi in verità erano già nati nel vigore della previgente disciplina speciale.

Agli albori di tale disciplina, la dottrina aveva chiarito che l'attività di soggetti che offrissero via *internet* servizi di mediazione e promozione di contratti di finanziamento tra banche e clienti fosse da ricondurre alla mediazione creditizia e, conseguentemente, soggetta alla relativa riserva di attività[49];

Il sito *internet* di comparazione, gestito da una società di mediazione creditizia iscritta nell'Albo UIC, poi Elenco OAM, si è quindi affermato come il modello virtuoso sotto il profilo del rispetto della riserva di attività. Il che nella pratica ha comportato una moltiplicazione degli stessi.

Le disposizioni di trasparenza attualmente vigenti (Provvedimento 29 luglio 2009 e s.m.i.) non prevedono più[50], nemmeno nella sezione specifica per i mediatori creditizi (sez. VIII), l'obbligo di comunicare all'OAM l'indirizzo dei siti internet

[47]Cfr. RINALDI, *La nuova disciplina degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi*, in *Atti del convegno FIMEC*, 5 novembre 2010.
[48]Si tratta attualmente di 304 società iscritte nell'elenco dei mediatori creditizi, di cui alcune peraltro inoperative, che si avvalgono di 4.173 collaboratori persone fisiche (dati estratti dal sito OAM in data 16 novembre 2016)
[49]Cfr. CAPRIGLIONE, *Cit.*, 2001, p. 494. L'A., facendo riferimento a un parere *pro veritate*, reso ad una società intenzionata a svolgere i servizi sopra indicati, *"colmando una lacuna presente nel mercato del credito"* fa un'approfondita disamina delle attività al tempo soggette a riserva di legge, in particolare dell'attività bancaria, di promozione finanziaria e dell'agenzia in attività finanziaria, escludendo con riferimento a ciascuna il ricorrere dei relativi elementi qualificanti.
[50]Un tale obbligo era invece contenuto nel Provvedimento UIC 29 aprile 2005.

utilizzati per lo svolgimento della propria attività. Non esiste quindi un elenco di tali siti, per individuare i quali basta, tuttavia, una veloce ricerca via *internet*.

Da una semplice disamina di alcuni di essi emerge che si tratta di siti nei quali, a fronte del conferimento di alcuni minimi dati economici e personali del richiedente, si ottiene l'indicazione dell'importo delle diverse rate di finanziamento erogato da più possibili finanziatori, ovvero direttamente l'indicazione dell'importo della rata più bassa tra quelle dei finanziatori convenzionati con il mediatore creditizio gestore del sito stesso.

Scelta la soluzione preferita, le eventuali successive attività di preistruttoria del finanziamento e di inoltro della richiesta vera e propria all'intermediario erogante avvengono per il tramite del medesimo sito i*nternet* previo conferimento dei dati personali necessari, salvo poi l'*iter* contrattuale proseguire direttamente con il finanziatore.

Più di uno, se non tutti, tali siti fanno riferimento a eventuale attività di consulenza ottenibile chiamando l'apposito numero telefonico, ovvero prenotando la visita di un consulente dedicato.

Appare rilevante, ai fini del presente lavoro, che le società di mediazione creditizia che gestiscono tali siti si dichiarino convenzionate con i potenziali finanziatori e che il servizio di mediazione risulti essere gratuito per il cliente. E che, in base ai principi generali sulla mediazione prima richiamati, il servizio sia definito come indipendente.

Se queste sono le caratteristiche comuni ai siti di comparazione creditizia quali emergono dalle informazioni pubblicamente accessibili sui siti stessi, è evidente che l'attività posta in essere sia già di fatto un "servizio di consulenza" ai sensi del d.lg. 72/2016, sebbene non indipendente ai sensi dell'art. 120 *terdecies* comma 2 t.u.b.. Di più, estremizzando i concetti del settore finanziario, si potrebbe ritenere che essi costituiscono una forma di cd. *robo advice* applicata al settore creditizio, prescindendo del tutto o quasi dall' interazione umana.

Infatti se la comparazione rappresenta il nucleo centrale dell'attività di consulenza *ex* d.lg. 72/2016, il sito comparatore, specialmente quello che indica direttamente al potenziale cliente la rata più bassa tra quelle offerte dai vari finanziatori convenzionati (piuttosto che tutte le possibili rate dei prestiti erogabili dai diversi finanziatori), costituisce il prototipo tecnologico della fattispecie.

L'indicazione della rata più bassa può costituire una raccomandazione, seppure limitata all'interno della tipologia di finanziamento prescelta dal cliente, e parametrata al solo indicatore di costo.

È pur vero che la raccomandazione, per essere tale, dovrà essere personalizzata nel senso di essere adeguata rispetto ai bisogni e alla situazione personale e finanziaria del cliente, e dovrà tener conto di ipotesi ragionevoli in merito ai rischi per lo stesso derivanti dal credito raccomandato, ma nulla sembra ostare a che il mediatore creditizio acquisisca anticipatamente, sempre per il tramite del sito *internet*, le informazioni specifiche che eventualmente la normativa secondaria vorrà indicare o che la prassi elaborerà a tali fini.

L'indicazione al cliente del numero dei finanziamenti presi in considerazione e del compenso dovuto dallo stesso per il servizio di consulenza è qualcosa che già avviene spontaneamente sui siti di comparazione anche certamente a fini propagandistici, essendo come detto, il servizio gratuito per il cliente.

Sono invece ostativi alla riconduzione dell'attività di cui sopra in termini di consulenza, anche indipendente, due elementi tra di loro strettamente connessi: 1) l'essere i citati mediatori creditizi convenzionati con gli istituti bancari erogati e da questi retribuiti, anche per motivi di trasparenza[51]; 2) l'associare il servizio di "comparazione / consulenza" alla messa in contatto vera e propria con l'ente finanziatore. Il che esclude, per definizione, che tale attività possa essere conside-

[51]Le disposizioni di trasparenza in materia di credito ai consumatori prevedono infatti che il mediatore debba comunicare al finanziatore ai fini dell'inclusione nel calcolo degli indicatori del costo totale del credito (i.e. TAEG) anche il compenso pagato dal consumatore (sezione VII – par. 4.2.5)

rata consulenza, in quanto per l'appunto accessoria all'intermediazione del credito.

Detto altrimenti, i mediatori creditizi gestori di siti di comparazione che decidessero di esercitare anche il servizio di consulenza in materia di contratti di credito immobiliare ai consumatori, oltre a pochi adeguamenti in termini di obblighi informativi, dovrebbero arrestare il proprio servizio alla comparazione. Il che tuttavia non avrebbe senso, potendo questi al tempo stesso, sotto l'ombrello della mediazione creditizia in generale, mettere anche in contatto il cliente con il finanziatore, e potendo il cliente beneficiare di un servizio completo e gratuito.

Mentre quelli che decidessero di riconvertirsi alla consulenza indipendente dovrebbero altresì risolvere le convenzioni con i finanziatori, che, si suppone, assicurano agli stessi un maggiore accesso alle informazioni anche condizioni di favore per i richiedenti il finanziamento, e comunque dovrebbero rinunciare al pagamento delle *fee* da parte di questi.

5. Se *internet* si sposa perfettamente con la *mission* del mediatore creditizio, e se i siti di comparazione di proprietà di società di mediazione regolarmente iscritte nell'elenco costituiscono il modello virtuoso in termini di rispetto della riserva di attività, è pur vero che la stessa tecnologia può prestarsi a possibili abusi da parte di soggetti non in possesso dei requisiti e/o dell'iscrizione nel citato elenco, che sotto l'ombrello del *marketing,* o della consulenza generica o della segnalazione possono svolgere attività *border line* rispetto a quella riservata.

Il fenomeno è noto e, in verità, non nuovo se nelle modalità di esecuzione rese possibili dall'innovazione tecnologia. Molteplici sono le sfaccettature concrete con le quali si può presentare in ultima istanza caratterizzate dalla "promozione" via *web* delle attività di finanziatori e intermediari del credito, in aggiunta alla raccolta di dati di clienti potenzialmente interessati all'erogazione di finanziamenti (es. preventivatori *on line*).

L'individuazione dei discrimini tra l'attività riservata di mediazione creditizia e in futuro di consulenza indipendente e le fattispecie nelle quali può articolarsi il fenomeno costituiscono il non semplice tema con il quale sono chiamati a confrontarsi, tra gli altri, gli organismi che vigilano sull'esercizio dell'attività[52].

Soccorrono a tali fini i criteri elaborati dalla dottrina e dalla giurisprudenza su cosa debba intendersi per messa in contatto del cliente con il potenziale finanziatore e, in senso negativo, su cosa invece possa costituire attività di *marketing* o di consulenza generica.

Merita un discorso a parte l'attività cd. di segnalazione preclusa, nella condivisibile interpretazione del MEF[53], ai soggetti diversi dai mediatori creditizi (e dagli agenti in attività finanziaria) ma ora ammessa dalla MCD[54] con riferimento ai contratti di credito immobiliare ai consumatori e conseguentemente ipotizzabile nel ns ordinamento in una prospettiva di breve periodo[55].

La giurisprudenza già richiamata ha chiarito che il mettere in relazione le parti dell'affare pur potendo assumere le forme concrete più diverse si riduce essenzialmente all'individuazione della persona con cui contrarre ovvero

[52]Esulano dal presente lavoro i profili di tutela della riservatezza delle informazioni fornite, di tutela dei prenditori dei finanziamenti quali contraenti deboli del rapporto di finanziamento, come pure i profili di trasparenza.

[53]Il MEF nelle note del 30/10/2012 e del 21/12/2012 ha chiarito che, ai sensi del d.lg. 141/2010, segnalatori possono essere solo coloro che sono iscritti negli elenchi OAM sub specie di agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi.

[54]La MCD ha introdotto tale concetto indicando il segnalatore come colui che presenta direttamente o indirettamente un consumatore a un creditore o ad un intermediario del credito, a titolo accessorio nell'esercizio della propria attività professionale, ad esempio segnalando l'esistenza di un particolare creditore o intermediario del credito al consumatore o un tipo di prodotto offerto da detto creditore o intermediario del credito senza ulteriore pubblicità né intervento nella presentazione, nell'offerta, nei preparativi o nella conclusione del contratto di credito (art. 4 paragrafo 1° n. 5 e *Considerando* n. 74).

[55]Il d.lg. 72/2016 non è entrato nel merito della segnalazione ma ha demandato al MEF, sentita la Banca d'Italia, il compito di individuare, con proprio regolamento le attività di "segnalazione" relative ai contratti di credito immobiliare ai consumatori che, se prestate a titolo accessorio, non costituiscono esercizio di mediazione creditizia (art. 2 comma 1 d.lg. 72/20162). Nel momento in cui il presente lavoro è scritto il MEF non ha ancora emanato l'atteso decreto, mentre l'OAM ha chiarito nella propria comunicazione n. 10/16 ha chiarito che fino all'emanazione del Regolamento ministeriale l'attività di segnalazione resta preclusa ai soggetti non iscritti negli elenchi OAM come agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi.

dell'oggetto della contrattazione. La prima attività si articolerebbe a sua volta sia nel reperimento della persona del contraente, sia nell'avvicinamento di parti già note mediante l'appianamento di eventuali differenze[56].

Essenziale ai fini della ricostruzione in termini di mediazione, il fatto che l'attività svolta per individuare la persona o l'affare sia causa determinante la conclusione dello stesso, pur essendo il rapporto di causalità giuridica interpretato in maniera più ampia dalla giurisprudenza che dalla dottrina[57].

L'avvicinamento tra due parti già note, secondo la definizione sopra indicata, appare ipotesi di poca rilevanza pratico per la mediazione offerta *via web.* Diversamente è a dirsi per quanto riguarda il reperimento del contraente e/o del finanziamento, con riferimento alla quale la linea di demarcazione tra ciò che è riservato e ciò che non lo è, non può che derivare dal rapporto di causalità tra attività svolta e conclusione dell'affare.

Come evidenziato dalla dottrina, l'attività di *marketing* si caratterizza per essere diretta ad *incertam personam* e per avere un carattere prevalentemente informativo[58]; mentre la consulenza dovrebbe, invece, non essere personalizzata né essere strumentale alla mediazione per non ricadere nelle ipotesi di "riserva" introdotte dal d.lg. 72/2016 e già viste al paragrafo 3[59].

L'attività di segnalazione, ove venisse declinata dal MEF nel solco della Direttiva MCD, come limitata dal punto di vista oggettivo ai soli contratti di credito immobiliare ai consumatori e, dal punto di vista soggettivo, ai soggetti che tale attività prestano a titolo accessorio rispetto all'attività professionale svolta, dovrebbe consistere nella mera indicazione al cliente <<dei pregi>> del finanziatore

[56]Cfr. Cass. sent. n. 24118/2013.
[57]Si rinvia a GALLO, *Cit.* 2012, p. 2092 e alla giurisprudenza ivi richiamata.
[58]Cfr. SEPE, *Cit.*, 2009.
[59]E' pur vero che, come riconosciuto dallo stesso OAM nella comunicazione 2/2013, una attività con simili caratteristiche è difficilmente configurabile in concreto, ove non scolastica.

e/o dello specifico prodotto[60], con esclusione di qualsiasi attività consulenziale nonché di qualsiasi mediazione vera e propria nei confronti del finanziatore.

Applicando le precedenti categorie giuridiche alle varie fattispecie ricorrenti nella pratica, pur con tutti i limiti derivanti dalla categorizzazione e dal quadro normativo *in fieri*, si potrebbe ritenere che, ad esempio, la pubblicazione su siti vari di *banner* o di messaggi informativi contenenti l'indicazione delle qualità di uno specifico finanziatore o intermediario del credito, con atterraggio sulle relative *lending page*s esula dall'ambito dell'attività riservata potendo essere ricondotta nell'ambito del *marketing* o, in futuro, laddove venisse disciplinata come sopra proposto, della segnalazione. Ciò, anche perché in questo caso l'individuazione del contraente vero e proprio l'eventuale finanziamento e il conferimento dei relativi dati avverrebbe direttamente sul sito del finanziatore o dell'intermediario del credito.

Diversamente nel caso in cui l'atterraggio avvenisse su una *lending page* di un soggetto diverso da un finanziatore o un intermediario del credito[61] e ivi venissero conferiti i dati del potenziale cliente interessato al finanziamento. A seconda se i dati venissero poi indirizzati a finanziatori piuttosto che ad intermediari del credito, l'attività potrebbe essere considerata mediazione vera e propria (in caso di successiva conclusione del contratto di finanziamento) o comunque rientrare nell'ipotesi di collaborazione con il mediatore creditizio, con tutte le relative ipotesi di incompatibilità.

Un sito contenente una funzione / applicazione capace di indicare, a chi inserisse alcuni dati minimali sulle proprie necessità economiche, un preventivo di

[60]Il riferimento è alla promozione in ambito finanziario e alla Comunicazione Consob n. DIN/2049119 del 15-7-2002, nella quale l'attività di segnalazione di clientela svolta da persone non iscritte all'albo dei promotori finanziari è stata individuata nell'attività consistente nella mera segnalazione della denominazione e della sede di un intermediario autorizzato, nonché nella generica enunciazione dei pregi del medesimo, senza svolgimento di alcuna attività promozionale o contrattuale a favore e nell'interesse dello stesso.
[61]Previa verifica del titolare effettivo della stessa.

massima relativo a un determinato finanziamento o, finanche, a una specifica tipologia di finanziamento (prestito personale, piuttosto che *leasing* o cessione del quinto dello stipendio) erogabile da determinati finanziatori (cd. preventivatore), a parere di chi scrive, non potrebbe che essere gestito da un consulente o da un mediatore creditizio[62] a seconda che il sito *internet* mettesse o meno in contatto il cliente con il finanziatore.

Esulano dall'ambito della riserva il sito o l'applicazione che, sganciati da uno specifico finanziamento o finanziatore, si limitassero, secondo modelli già diffusi su *internet*, a permettere al soggetto interessato l'autovalutazione della sostenibilità finanziaria di un dato finanziamento, oppure verificare la compatibilità della rata presunta di un ipotetico finanziamento con il proprio reddito[63].

Dovrebbe rientrare nell'ambito della mediazione anche la funzione / applicazione che consenta la messa in contatto con piattaforme telematiche di incontro tra privati finanziatori e potenziali prenditori, sebbene in questo il caso il rapporto di causalità giuridica con la conclusione del contratto di finanziamento sia diluito per l'interposizione posta in essere proprio dalla piattaforma.

Le fattispecie sopra indicate sono solo alcune delle ipotesi ricorrenti nella pratica, forse in parte anche già superate. Non di meno esse sono esemplificative dell'evoluzione dell'attività di mediazione creditizia verso modelli sempre più automatizzati e de-personificati.

A tal proposito, in conclusione, non può non rilevarsi che *trend* evolutivo della mediazione creditizia e *trend* evolutivo della disciplina della relativa riserva di attività non appaiono ben coordinati; e ciò non tanto per il fisiologico ritardo del

[62]In alternativa ai sistemi di preventivazione e calcolo rata gestiti direttamente dai finanziatori e dai rispettivi agenti in attività finanziaria.

[63]In merito occorre sottolineare che le disposizioni di trasparenza sia per il credito ai consumatori sia per il credito immobiliare ai consumatori prevedono che il finanziatore e l'intermediario del credito nell'ambito dell'obbligo di assistenza verso il consumatore, per specifici aspetti tecnici, possano indirizzarlo verso l'utilizzo di adeguati strumenti di autovalutazione e di modelli di simulazione disponibili su *internet* (Sezione VI – bis, par. 5.2.3 – Sezione VII, par. 4.2.2.2).

legislatore nel disciplinare fenomeni pratici in continua evoluzione, quanto piuttosto per la mancanza di coerenza tra gli obiettivi perseguiti dai vari provvedimenti normativi susseguitisi nel tempo e gli strumenti utilizzati per perseguirli.

In particolare ci si riferisce, da un lato, all'ampliamento della riserva dell'attività di mediazione con il servizio di consulenza per i contratti di credito immobiliare ai consumatori e alla limitazione dell'esercizio alle sole società di capitali, dall'altro alla sottoposizione a separata riserva dell'attività di consulenza indipendente a soggetti iscritti in una sezione speciale dell'elenco dei mediatori creditizi e in possesso dei medesimi requisiti e la previsione, pur con tutte le limitazioni indicate, dell'attività di segnalazione, effettuabile, si ipotizza, anche da parte delle persone fisiche.

Maddalena Marchesi

Docente di diritto dell'economia e dei mercati finanziari nella Pontificia Università Lateranense di Roma

LA PROFILAZIONE DELL'INVESTITORE NELL'ERA DEI BIG DATA. I RISCHI DELL'ESTREMIZZAZIONE DELLA REGOLA DEL "KNOW YOUR CUSTOMER" *

(*The Customer's profiling in the Era of Big Data. The Risks related to the radicalization of the "know your customer"'s role*)

ABSTRACT: *At European level, information that may be collected through new technologies, for its predictive potential, is considered an asset of great value that will become essential for the future "data economy".*

This observation is particularly true for the financial market, which is characterized by a high number of digital data stored by companies.

The financial services' nature, in other words, is radically changing, moving from the traditional model to a digital one, thanks to mobile devices, cloud computing, social media and especially to big data, i.e. to that new branch of computer science that aims to manage exceptionally wide information database.

In this context, the relationship between financial intermediaries and investors is also changing, with particular regard to the so called profiling.

Through the analysis of the digital information regarding the individual – information produced by the use of accounts, consumer credit, credit/debit cards, mortgages, etc., but also thanks to the participation to social media - operators will soon be able to identify the "type" and "preferences" of each customer and will be able to offer no longer only "adeguate" to his/her "financial experience," but also to his/her "life experience" tout court.

The paper aims to investigate the impact that big data can have on investor profiling, trying to highlight the compatibility and the problems of this evolution with respect to the regulatory framework based on MiFID 2. Moreover, it will try to reflect on how this system can be consistent with the individual right to be let alone.

*Contributo approvato dai revisori.

SOMMARIO: 1. Delimitazione del tema di indagine. - 2. L'evoluzione della protezione dell'investitore. - 3. La *product governance* e la necessità di anticipare la profilazione della clientela. - 4. La tecnologia dei *big data* e l'apporto nella profilazione dell'investitore. - 5. La disciplina sulla tutela del trattamento dei dati personali da parte di soggetti privati a fini commerciali. - 6. La tutela dei dati personali dell'investitore nell'era dei *big data:* perché è necessario essere cauti. - 7. Conclusioni.

1. L'attuale interazione sociale tra gli individui si caratterizza per uno scambio sempre più intenso di informazioni, che ne condizionano i rapporti e le relazioni[1].

Ciò spiega la ragione per cui lo stesso diritto europeo considera le informazioni che possono essere raccolte attraverso le nuove tecnologie come un "bene di grande valore", che per le sue potenzialità predittive diventerà fondamentale nel prossimo futuro, in vista della costituzione di una vera e propria «Economia basata sui dati»[2].

Questa tendenza appare particolarmente evidente nell'ambito del mercato finanziario.

Esso si caratterizza per il più elevato numero di dati digitali archiviati per azienda. Ciò non stupisce se si considera che, ad esempio, nel solo 2015[3], in Italia, sono state effettuate oltre 168.000 operazioni con le carte prepagate Visa, nel mondo, ogni anno sono scambiati 25 miliardi di future e opzioni, mentre in tutti i Paesi, le banche conservano traccia di miliardi di transazioni e contratti dei clienti[4].

Di conseguenza, il volto dei servizi finanziari sta rapidamente mutando, passando da un modello tradizionale a uno digitale, grazie ai devices mobile, al cloud

[1]Cfr. BUZZACCHI, *La politica europea per i big data e la logica del single market: prospettive di maggiore concorrenza?*, in *Concorrenza e mercato*, 2016, in corso di pubblicazione.
[2] Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e sosiale europeo e al Comitato delle Regioni, *Verso una florida economia basata sui dati*, del 2 luglio 2014.
[3]Cfr. VISA, *I risultati di 2015 di Visa in Italia a colpo d'occhio - Annual report 2015*, in *visaitalia.com*
[4]Cfr. CREDIT SUISSE, *Big Data e il settore bancario*, pubblicato il 12 giugno 2013.

computing, ai social media, etc.

I numerosi studi di settore[5], del resto, avvisano che soltanto chi saprà evolversi verso una "data centric organization", potrà operare nel futuro mercato finanziario.

Il continuo avanzare delle nuove tecnologie, infatti, non solo sta velocemente "smaterializzando" l'offerta di servizi (che saranno sempre più spesso offerti "on-line"), ma anche, e conseguentemente, trasformando i rapporti tra intermediario e cliente, con una progressiva perdita della tradizionale fidelizzazione. I futuri clienti, in altre parole, saranno sempre più propensi a cambiare intermediario, sentendo un minor rapporto di fiducia e a seguire, invece, l'offerta o la proposta che riterranno più congeniale alle proprie necessità. In questo nuovo contesto, la conoscenza approfondita della clientela e dei suoi bisogni diventerà fondamentale e giustifica la nuova tendenza trasversale alla c.d. "*customer centricity",* ossia all'attenzione che deve essere posta sul cliente e che accomuna ormai tutti i settori, anche quelli non propriamente finanziari.

Detta "centralità del cliente" presenta, però, una propria specificità nell'ambito finanziario.

Nel nostro caso, infatti, essa non trova giustificazione soltanto nelle esigenze di adattamento all'evoluzione tecnologica (per non perdere la sfida concorrenziale), ma è altresì rafforzata dai più recenti interventi del regolatore che, a sua volta, ha scelto di implementare la tutela dell'investitore attraverso un'applicazione sempre più rigorosa della regola del "know your customer".

Le disposizioni contenute nella dir. 2014/65/EU[6], meglio nota come MIFID

[5]*Ex multis*, v. GFT, *Blu paper*, *Big Data – Uncovering Hidden Business Value in the Financial Services Industry*, settembre 2014; BANK 2020, EVRY, *Whitepaper. Big data in banking for marketers. How to derive value from big data*, consultabile su http.; *Big data & analitics for financial services*, in www.bigdata.FS.com; PWC, *Where have you been alla my life? How the financial services industry can unlock the value in big data*, in www.pwc.com/fsi; SCALED RISK, *Will big data save you from Mifid II Hell. Whitepape*r.

[6]Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE; nonché Regolamento (UE) n. 600/2014, del Parlamento e del Consiglio del 15 maggio 2014, sui mercati finanziari che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (c.d. MIFIR).

2[7], che entrerà in vigore il prossimo gennaio 2018, ne sono un esempio emblematico.

Il nucleo fondamentale di questa disciplina è proprio finalizzata a migliorare la conoscenza del cliente e delle sue caratteristiche, da parte dell'intermediario che sarà tenuto a raccogliere tutta una serie di informazioni, al fine di soddisfare questa nuova «tensione all'adattamento del prodotto al cliente e ai suoi interessi ed esigenze»[8].

In sintesi, sia l'evoluzione tecnologica, sia le norme introdotte dal legislatore imporranno, agli operatori finanziari, di "conoscere" sempre meglio i propri clienti/investitori.

L'elemento fondamentale, in questo processo di evoluzione, sarà costituito dalla capacità delle imprese del settore di acquisire le tecnologie necessarie per trasformare la quantità di dati in loro possesso sui clienti in informazioni utili per implementare la loro attività; ossia nella capacità di sfruttare, in primo luogo, le potenzialità di uno strumento, quale quello dei c.d. big data[9], ossia quel nuovo ramo dell'informatica dedicato alla gestione efficiente di database di informazioni di entità eccezionali.

Con questo termine si suole fare riferimento a un concetto complesso, che rinvia alle modalità con cui gestire l'incredibile quantità di informazioni digitali, che

[7]In dottrina, si v. sul tema TROIANO, MOTRONI (a cura di), *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance*, Padova, 2016; SALERNO, *La disciplina in materia di protesione degli investitori nella MIFID II: dalla disclosure alla cura del cliente*, in *Dir. Banc. e merc. fin.*, 2016, 3, 437 ss.; CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla Mifid II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2015, p. 72 ss.; MICCOLI, PAROLA, *Direttiva MIFID II: i nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, in *Dir. comm. Int.*, 2015, 565 ss.

[8]Cfr. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in Troiano, Motroni (a cura di), *La MIFID II*, cit., 8 ss.

[9]In proposito occorre ricordare che proprio nel dicembre 2016, le tre autorità finanziarie europee l'European Securities and Markets Authority (ESMA), l'European Banking Authority (EBA) e l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), hanno lanciato un Joint Committe Discussion Paper on the Use of Big Data by Financial Institutions, che si concluderà il prossimo 17 marzo 2017. Le ESAs sono convinte che lo sviluppo dei big data sarà fondamentale per il futuro mercato finanziario e che la loro adozione «may change the way financial services are provided» (p. 6).

vengono continuamente prodotte[10]. Proprio per questo motivo, detto fenomeno viene tradizionalmente descritto tramite il ricorso a quattro diverse dimensioni ossia le c.d. "4V's" (volume, varietà, velocità e valore).

Come si è anticipato, i singoli operatori finanziari sono già oggi in possesso di un'incredibile quantità di dati che appartengono ai loro clienti, prodotti attraverso il semplice uso di accounts, consumer credit, credit/debit cards, mortgages, etc. Una immensa mole di informazioni che, attraverso un'analisi e un'elaborazione appropriata grazie alla nuova tecnologia dei big data, potrà consentire di individuare la "tipologia" e le "preferenze" di ciascun singolo cliente, in vista non solo dell'offerta del servizio o prodotto finanziario più "adeguato" alla sua "esperienza finanziaria", ma (nel prossimo futuro, se non già adesso) quello altresì più idoneo alla sua "esperienza di vita" *tout court*.

Proprio questa potenziale estremizzazione della regola del "know your customer", tuttavia, rischia di esporre il singolo a una grave lesione della sua sfera personale, ossia della sua privacy[11].

In questo contesto, il ruolo del regolatore diventerà essenziale per garantire un equilibrio tra queste due esigenze.

Alla luce di queste brevi riflessioni, il paper sarà idealmente diviso in due parti.

Nella prima, verrà indagato l'impatto che l'avvento dei big data potranno avere nell'ambito dell'organizzazione dell'impresa finanziaria e, più precisamente, nella c.d. profilazione/classificazione del cliente finanziario, così come disciplinata nell'ambito della MIFID 2.

La seconda parte del lavoro, invece, cercherà di mettere in luce la compati-

[10]Vedi i dati richiamati da GFT, *Blu paper*, *Big Data*, cit.

[11]Per quanto riguarda il parere reso dal Garante europeo della protezione dei dati, sulla Mifid 2, del 25/5/2012, 2012/C 147/01, si noti che esso non ha preso in considerazione il momento della product governance, ma ha altresì individuato come fasi rischiose in vista della trattazione dei dati personali «1) l'obbligo di mantenere registri e l'obbligo di segnalare le operazioni; 2) i poteri delle autorità competenti (tra cui il potere di eseguire ispezioni e il potere di richiedere le registrazioni riguardanti le comunicazioni telefoniche e gli scambi di dati); 3) la pubblicazione delle sanzioni; 4) la segnalazione di violazioni, in particolare le disposizioni relative alle denunce; 5) la collaborazione tra le autorità competenti degli Stati membri e con l'AESFEM».

bilità e, soprattutto, le problematiche che una simile evoluzione potrà comportare dal punto di vista della tutela dei dati personali dei singoli.

2. Come è noto, le modalità di tutela dell'investitore sono profondamente mutate nel corso degli ultimi anni.

Se, infatti, secondo l'approccio "neoclassico" la protezione del cliente di servizi finanziari poteva risolversi nel semplice obbligo di *disclosure,* inteso come dovere dell'intermediario di colmare le c.d. asimmetrie informative, al fine di fornire le informazioni necessarie per consentire alla controparte di operare scelte consapevoli; già con la prima direttiva 93/22/CEE[12] (c.d. Eurosim) e poi soprattutto con la 39/2004/CE[13] (c.d. MiFID), l'impostazione è mutata, ponendo in capo agli intermediari, una serie di doveri ulteriori, soprattutto nei confronti del c.d. investitore retail.

Specialmente con la seconda direttiva appena richiamata, infatti, il regolatore ha cominciato a interessarsi alla figura dell'investitore, introducendo la nota distinzione (profilazione) tra cliente retail (ossia il soggetto considerato più debole, e quindi meritevole di protezione), il cliente professionale e la controparte qualificata[14]. Detta distinzione rileva nel momento in cui avviene il contatto con il cliente/investitore ed è finalizzata a conoscerlo e indirizzarlo verso il servizio o il prodotto più adatto alle sue esigenze e al suo profilo di rischio.

Gli strumenti attraverso i quali, fino ad oggi, è stata condotta questa classificazione sono i noti giudizi di adeguatezza[15] e appropriatezza.

[12]Del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. Per un approfondimento circa i doveri di adeguatezza imposti da questa disciplina, v. PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred*., fasc.1, 2007, 80 ss.

[13]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 del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

[14]Cfr. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Torino, 2013.

[15]In dottrina, *ex multis* v. NATOLI, *Il contratto adeguato: la protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.;

La crisi finanziaria degli ultimi anni e, soprattutto, gli scandali, che ne sono seguiti a danno degli investitori, hanno però dimostrato i limiti anche di questo approccio e la necessità di approntare una serie di nuove regole[16] per rendere la tutela del cliente di prodotti finanziari più sicura.

Questa evoluzione si è conclusa con la già richiamata MIFID II che è sempre più orientata a una tutela dell'investitore[17] che non si limita al solo momento finale, in cui il prodotto viene consigliato o venduto - come avveniva con la MIFID I[18] -, ma richiede di anticipare la sua protezione alle fasi precedenti, imponendo all'intermediario di adottare una serie di misure già in fase di costruzione e commercializzazione del prodotto[19].

Il regolatore italiano si era, peraltro, già fatto portavoce di questa esigenza, fin dal 2009[20], quando con la comunicazione della Consob sui prodotti finanziari illiquidi[21], aveva imposto ai distributori di prodotti finanziari una serie di regole di condotta, finalizzate a tutelare il miglior interesse del cliente in caso di trattazione

RULLI, *Osservazioni sull'adeguatezza per dimensione di un investimento e distribuzione dell'onere della prova tra clienti e intermediari,* in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 686 ss.

[16]In generale sull'evoluzione della tutela dell'investitore, v. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, 31 ss.

[17]Cfr. SICLARI, *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, 2011, p. 63; FREDIANI, SANTORO (a cura di), *L'attuazione della Mifid*, 2009; RABITTI, *La qualità del "consumatore cliente" nella giurisprudenza e nelle decisioni dell'arbitrato bancario e finanziario*, in *Contr. Impr*., 2014, 201 ss.; MOLONEY, *How to protect Investors. Lessons from the EC and UK*, Cambridge, 2010, p. 13.

[18] In dottrina, *ex multis*, v. AA.VV., *La nuova normativa MiFID*, Matteo De Poli (a cura di), Padova, 2009; CAPRIGLIONE, *Dalla trasparenza alla best execution,* in *Banca, borsa e tit. cred*., 2009, 4 ss.

[19]Cfr. LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2012, n. 4, 370. Circa la capacità dell'informazione a rendere il cliente idoneo a gestire autonomamente i propri interessi, v., invece, PICARDI, *Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 643 s.; GRECO, *Rileggere le regole dell'informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in *Banca borsa e tit. cred*., 2014, 933 ss.

[20]Cfr. Comunicazione n. DIN/9019104, consultabile sul sito *http://www.consob.it*.

[21]In applicazione degli art. 19 (MIFID 1) e 21 (TUF). Secondo la stessa comunicazione sono da definire come illiquidi quei prodotti che «determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita».

di prodotti illiquidi e complessi[22].

A livello europeo, questa impostazione ha trovato invece il primo formale riconoscimento nel 2013, nell'ambito della posizione comune assunta rispettivamente da ESMA, EBA ed EIPA[23].

L'EBA, lo scorso marzo 2016, ha adottato le sue Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking product, mentre l'EIPA ha poco dopo presentato un Final Report on Public consultation on Preparatory Guidlines on product oversight and governance arrangements by insurance undertakings and insurance distributors[24].

La più completa realizzazione di questo processo è, però, senz'altro avvenuta nell'ambito del mercato mobiliare, proprio con la MIFID 2 che, seppur non ancora entrata in vigore, è destinata nel prossimo futuro a introdurre una serie di obblighi che rientrano nell'ambito della c.d. *product governance*, ossia quella fase finalizzata a divenire l'elemento organizzativo fondamentale atto a guidare l'intero ciclo di vita del prodotto[25], per impedire e ridurre, fin dal momento iniziale, i potenziali rischi legati all'esistenza di prodotti che non siano corrispondenti alla protezione dei potenziali investitori.

3. Le nuove regole sulla product governace trovano il loro fondamento negli art. 16 e 24, c. 2[26] della direttiva del 2014.

[22]In particolare, la comunicazione imponeva agli operatori di metter in atto una serie di politiche commerciali che consentissero loro di valutare la singola compatibilità dei prodotti con gli interessi dei clienti, al fine di individuare un determinato target di clientela a cui riferirsi di volta in volta. Sulla connessione fra Product governance e principio di trasparenza v., da ultimo, SCIARRONE ALIBRANDI, *Tutela del cliente bancario e crisi del paradigma di mera trasparenza*, Relazione tenuta al Convegno «Diritto e crisi. Convegno di studi per i trent'anni della Rivista giuridica sarda», Cagliari, 27-28 novembre 2015.

[23]*Joint position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Overnight & Governance Processes*, JC-2013-77.

[24]Consultabile sul sito, *www.eiopa.europa.eu.*

[25]Con specifico riferimento al tema della *product governance*, v. TROIANO, *La product governance*, in TROIANO, MOTRONI (a cura di), *La MIFID II*, cit., 213 ss.

[26]Nonché art. 9 e 10 della Direttiva Delegata sulla MIFID 2, Commission Delegated Directive of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any

Essa richiede, infatti, che la tutela dell'investitore sia accresciuta grazie all'introduzione di una serie di obblighi organizzativi (art. 16), che non sono solo finalizzati a evitare l'insorgere di conflitti di interesse con i clienti (art. 16, c. 2), ma soprattutto richiedono che ciascun intermediario finanziario, che realizza prodotti (il c.d. "manifacturer"), debba adottare, esercitare e controllare «un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela » (art. 16, c. 3).

In altre parole, la product governance mira ad assicurare che gli operatori del settore agiscano sempre nell'interesse del cliente durante tutte le fasi del ciclo di vita dei prodotti e servizi che trattano.

La disciplina distingue, poi, tra gli obblighi che incombono sui c.d. "manifacturer", ossia imprese che realizzano/costruiscono strumenti finanziari e gli obblighi dei c.d. "distributors", ossia quei soggetti che si limitano alla distribuzione e commercializzazione di prodotti finanziari realizzati da altri.

La product governance, naturalmente, richiede un'approfondita conoscenza del prodotto che si andrà a porre sul mercato (know your product), così come sancito dal 2° comma dell'art. 24. La disposizione precisa, infatti, che «L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

Tuttavia, il momento più rilevante del processo di product governance è senz'altro costituito dalla c.d. fase del "target market assessment" (d'ora in poi anche TMA) (art. 16, c. 3), ossia il procedimento attraverso il quale l'operatore ha il dovere di indentificare, per ciascun prodotto finanziario, «il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria … e garantisce

monetary or non-monetary benefits.

che tutti i rischi specificamente attinenti a tale target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il target stesso».

In altre parole, queste nuove regole impongono un'anticipazione dell'applicazione della regola del "know your customer", introducendo la necessità di conoscere e classificare la clientela, già in fase di produzione e di distruzione del prodotto finanziario.

Non a caso a questa fase è espressamente dedicato il consultation paper lanciato dall'Esma sulle Draft guidelines on MiFID II product governance requirements[27], che si è concluso il 5 gennaio 2017.

Nell'ambito di questo documento, l'ESMA ha individuato ben 6 diverse categorie che potranno essere utilizzate (sia dai manifacturers, sia dai distributors) per individuare il target market di riferimento, ossia: 1. la tipologia di cliente cui il prodotto è destinato; 2. le conoscenze e le esperienze; 3. la situazione finanziaria, con una specifica attenzione alla capacità di assorbire le perdite; 4. la tolleranza al rischio e la capacità del rischio/reward del profilo del prodotto rispetto al target market di riferimento; 5. gli obiettivi dei clienti; 6. le necessità dei clienti.

Sebbene queste sei categorie possano essere utilizzate da entrambi gli operatori finanziari, è poi la stessa ESMA che si premura di sottolineare come l'individuazione del target market, da parte del manifacturer, sia diversa da quella che potrà essere condotta dal distributor (qualora naturalmente le due funzioni siano svolte da soggetti diversi).

Nel primo caso, infatti, il manifacturer avrà tendenzialmente maggiori difficoltà nella raccolta di informazioni dettagliate, specifiche e individuali sulla clientela, data la sostanziale assenza di contatti diretti con essa. Proprio per questo motivo, la sua TMA potrebbe esaurirsi in una identificazione più "astratta" delle categorie previste.

Nel caso del distributor, invece, la sua TMA dovrà essere maggiormente "granulare" e, vista la maggior quantità di dati sui clienti in suo possesso, dovrà

[27]Cfr. 5/10/2016/ESMA/2016/436.

considerare le analisi effettuate da parte del manifacturer, come un mero punto di partenza.

Al distributor spetterà un'analisi più accurata circa le caratteristiche della sua clientela (sia attuale, sia potenziale), ossia, come si è già detto, una vera e propria anticipazione del momento della "profilazione" dell'investitore.

In virtù delle regole sulla product governance, la "profilazione" del cliente in ambito finanziario diventerà pertanto un processo a più fasi, che si snoda in momenti procedurali diversi e con un sempre maggior approfondimento per quanto riguarda il tipo di informazioni raccolte.

Sembrano orientare a una simile interpretazione, le stesse parole dell'ESMA, là ove chiarisce che sebbene la fase della product governance debba essere considerata separata nonché finalizzata a scopi diversi rispetto al momento della più tradizionale profilazione, gli operatori potranno comunque utilizzare, in sede di TMA, anche le categorie relative alla c.d. "risk attitude" che rilevano nell'ambito del giudizio di adeguatezza.

I distributori[28] potranno avvalersi, sostanzialmente, di qualsiasi informazione e dato di cui sono in possesso per identificare il target market, in fase di product governance. Il consultation paper, ad esempio, ricorda che potranno essere utilizzate le informazioni di cui il soggetto sia entrato in possesso attraverso la somministrazione di altri servizi finanziari o accessori (non solo i già richiamati test di adeguatezza e appropriatezza), ma altresì da precedenti rapporti con i customer, da eventuali questionari anti-riciclaggio, da clients' complaints database, etc. In altre parole, sarà possibile il ricorso a qualsiasi risorsa disponibile.

Non solo.

I nuovi obblighi imposti dalla MIFID 2 comporteranno un ulteriore ampliamento del bacino delle informazioni a disposizione degli operatori finanziari. In proposito basti pensare all'obbligo di registrazione e conservazione (per almeno

[28]V. anche art. 10, c. 2, della dir. delegata.

cinque anni) di tutte le conversazioni avute con la clientela[29], nonché agli obblighi di segnalazione pressoché contestuale all'autorità di tutte le operazioni poste in essere da un determinato soggetto, etc.

Come si è anticipato, la stessa regolazione sta sempre più andando verso un sistema che richiede un'estensione dei dati da raccogliere e da mettere a disposizione.

Si noti che le informazioni sul cliente sono fondamentali non soltanto in fase di realizzazione del prodotto, ma altresì per la scelta circa la strategia di distribuzione del medesimo. A seconda del tipo di TMA si potrà, ad esempio, scegliere tra l'acquisizione di uno strumento tramite advised, o senza advised. In questo secondo caso, inoltre, ossia qualora lo strumento venga ritenuto idoneo ad una vendita senza advice, l'operatore dovrà altresì decidere circa lo specifico canale di acquisizione da prediligere (di persona, telefono, on-line, etc.).

Tutte scelte che, si ribadisce, dovranno essere ponderate alla luce delle specifiche e quanto più dettagliate possibile caratteristiche del TM preso a riferimento.

Si noti ancora che l'identificazione del target market, sempre secondo l'ESMA, dovrà essere fatta in un modo adeguato e proporzionato, considerando la natura del prodotto di investimento. Ciò significa che per i prodotti più semplici il TM sarà facilmente identificabile con quello retail, mentre per i prodotti più complessi, quali i CDS, il TM, dovrà essere fissato con maggior precisione.

Un procedimento di riesame dovrà inoltre essere periodicamente condotto, al fine di verificare la continua rispondenza degli strumenti alla clientela target precedentemente identificata.

Si noti che questi obblighi, relativi alla c.d. *product governance*, vanno ad aggiungersi ai precedenti oneri relativi «a informativa, adeguatezza e appropriatezza, identificazione e gestione di conflitti di interesse e indebiti incentivi».

Il perno su cui ruota questo sistema, di conseguenza, è costituito dalla ne-

[29]Cfr. art. 16, c. 7, della Mifid 2.

cessità di identificare gli obiettivi e le caratteristiche del c.d. target market a cui quei prodotti saranno venduti. Come ha messo in luce la dottrina «si passa dal modello organizzato sul non vendo un prodotto inadeguato, a quello del non realizzo un prodotto che, in fase di vendita, sarebbe inadeguato»[30].

Infine, un'ultima importante precisazione.

La tendenza della MIFID 2, a proteggere l'investitore finanziario attraverso una sempre più effettiva corrispondenza del prodotto ai reali interessi di investimento dei clienti, è supportata da una serie di nuovi poteri di intervento sui prodotti finanziari (c.d. *product intervention*) da parte delle autorità di vigilanza preposte al settore, che si sostanziano nella possibilità di proibire o limitare, in via temporanea, la loro commercializzazione, diffusione o vendita.[31]

L'art. 69, 2° c. della dir. del 2014, prevede, ad esempio, che l'autorità di vigilanza possa «t) sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato un processo di approvazione del prodotto efficace o non abbia altrimenti rispettato le disposizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3, della presente direttiva».

4. Come si è anticipato, numerosi studi di settore mettono in luce le potenzialità che l'uso dei big data potranno avere per il mercato finanziario e soprattutto, quanto di maggior interesse in questa sede, proprio per l'individuazione del più volte citato target market relativo alla fase di product governance.

Grazie a questa tecnologia, infatti, sarà sempre più possibile predire i comportamenti e i gusti degli utenti[32].

[30]Cfr. TROIANO, *La product governance*, in Troiano, Motroni (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela- regole di governance – mercati*, Padova, 2016, 215.
[31]Sul tema nello specifico, v. GUARRACINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in V. Troiano, R. Motroni (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela- regole di governance – mercati*, Padova, 2016, 231 ss.
[32]Cfr. MOHAN, ELAYIDOM, *A Novel Big Data Approach to Classify Bank Customer. Solution by Combinib PIG, R and Hadoop*, in *I.J. Information Technology and Computer Science*, 2016, 9, 81 ss.; gli A., in particolare, propongono un metodo combinato su sistemi operativi quali Hadoop, PIG, R per una più efficiente classificazione dei clienti bancari. A detta degli autori questo sistema

In particolare, secondo gli esperti, i maggiori vantaggi verranno dalla c.d. "big data analytic", ossia da quella tecnologia che, a sua volta, si basa su Hadoop (un software ecosystem che è finalizzato all'analisi statistica e alla ricerca di un'ampia mole di dati semi-strutturati)[33].

L'uso di questa tecnologia, caratterizzata da una accentuata "scalability"[34] e "flexibility", permetterà di sfruttare il grande quantitativo di dati di cui gli intermediari finanziari sono in possesso[35], oltre a consentire di gestire i nuovi obblighi di monitoraggio costante e conservazione dati, imposti dalla MIFID II, cui si è fatto cenno[36].

Più nel dettaglio, secondo alcuni, si potrebbero distinguere ben 5 diverse modalità di utilizzo dei big data nell'ambito finanziario, per implementare e sfruttare l'uso dei dati al fine di meglio conoscere il cliente, grazie all'impiego di idonei algoritmi: 1. *Sentiment analitics*; 2. *Customer as a whole*; 3. *Customer segmentation*; 4. *Next best offer*; 5. *Channel journey*.

Alla luce dell'argomento trattato in questo paper, appare subito evidente come la funzione di customer segmentation sia una di quelle che potrebbero rivelarsi più utili in sede di identificazione del TMA della product governance. Essa, infatti, è orientata a individuare e dividere i consumatori in gruppi omogenei, al fine di comprenderne le necessità e i gusti. Si noti che questo tipo di tecnica è sempre stata utilizzata ma oggi, proprio grazie ai big data, sarà possibile raggiungere insperati sviluppi.

La dimostrazione di quanto l'impiego di siffatti strumenti possa rivelarsi utile nella ricostruzione del profilo della clientela, si evince anche dal riferimento alla connessa metodologia del "customer as a whole". In questo caso, l'analisi al-

potrebbe essere utile per diverse ragioni. In primo luogo, essa consentirebbe di verificare se il cliente fornisce false informazioni; se non sarà in grado di ripagare in tempo i suoi debiti; di limitare l'erogazione di credito a soggetti che sono eccessivamente rischiosi.

[33]Cfr. *Big data in banking*, cit.

[34]Con detto termine, nell'ambito informatico, ci si suole riferire alla capacità di adeguare una configurazione o una grandezza a nuove condizioni.

[35]Cfr. PWC, *Report*, cit.

[36]Cfr. SCALED RISK, *Will Big Data save you*, cit.

goritmica dei dati è finalizzata a individuare il comportamento passato e presente di un determinato soggetto, nella convinzione che tramite queste informazioni sarà possibile determinare le sue future scelte e preferenze. È evidente che simili informazioni potranno, in primo luogo, essere utilizzate, ad esempio, per approntare una migliore strategia di marketing (anche tramite messaggi personalizzati) e servizi più rispondenti alle esigenze del singolo cliente.

Molto utile per la comprensione dei gusti e delle opinioni degli investitori può rivelarsi anche la c.d. *sentiment analitics*, ossia un'applicazione di "data mining" utilizzabile nell'ambito dei social media. Essa consente di ascoltare e individuare, grazie alle conversazioni on-line, che cosa dicono e quali sono le opinioni dei customer a proposito di un determinato prodotto o servizio, grazie ad una raccolta costante di dati (tramite blog-forum, piattaforme, social network, ecc.) prendendo in considerazione una o più porzioni di testo, quali il nome di un brand o di una persona.

Già da questi pochi cenni si può comprendere come ciascuna di queste funzionalità possa divenire indispensabile nella profilazione dell'investitore finanziario sia in vista dell'adempimento degli obblighi imposti dalla MIFID 2, sia nell'ambito di una più generale strategia di impresa tesa a implementare il proprio bacino di clienti.

Date, però, le potenzialità "conoscitive" e "predittive" che l'utilizzo di simili tecnologie consentono relative ai singoli individui/investitori, è giunto il momento di cambiare prospettiva e di interrogarsi circa i limiti che devono essere posti alla più volte richiamata regola del "know your customer", in vista della tutela della privacy.

5. Alla luce della disciplina che abbiamo fin qui richiamato, è evidente come le regole che impongono una maggior conoscenza del "customer" debbano comunque trovare un bilanciamento con la protezione dei dati di carattere perso-

nale, di cui al recente regolamento n. 2016/679 del 27 aprile 2016[37].

Il considerando 4 della disposizione precisa, fin dall'inizio, quale sia il principio fondamentale che deve guidare il settore, ossia il principio di proporzionalità. Il diritto alla protezione dei dati di carattere personale non viene considerato una "prerogativa assoluta", ma deve trovare un contemperamento con gli altri diritti fondamentali. Questa, del resto, è la sola soluzione possibile in un contesto tecnologico e sociale quale quello odierno ove ogni giorno ciascun individuo mette volontariamente o inconsapevolmente a disposizione informazioni che lo riguardano e che vengono raccolte sia da parte di soggetti pubblici, sia privati.

Ciò, in altre parole, equivale a riconoscere che è praticamente impossibile impedire la produzione di informazioni che riguardano i singoli, e la regolazione tende piuttosto a disciplinare il "trattamento"[38] che i terzi possono fare di quei dati, piuttosto che a impedirne la circolazione.

Come ha efficacemente osservato proprio il Garante per la protezione dei dati personali, il semplice accesso a un motore di ricerca on-line, l'uso della posta elettronica, di un sistema di pagamento on-line, o di un social, etc. forniscono tutta una serie di informazioni che sono ormai per lo più finalizzate alla c.d. "profilazione"[39]: ossia a un'analisi e un'elaborazione dei dati che è orientata a suddividere gli utenti in gruppi omogenei o "profili" accomunati da comportamenti o caratteristiche, sempre più stringenti, al fine di individuare l'utente reale che utilizza quel terminale[40].

[37]Cfr. Regolamento del Parlamento e del Consiglio, 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).

[38]*Ex* art. 4, del reg. 2016 con questo termine ci si riferisce a «qualsiasi operazione o insieme di operazioni, compiute con o senza l'ausilio di processi automatizzati e applicate a dati personali o insieme di dati personali, come la raccolta, la registrazione, l'organizzazione, la strutturazione, la conservazione, l'adattamento o la modifica, l'estrazione, la consultazione, l'uso, la comunicazione mediante trasmissione, diffusione o qualsiasi altra forma di messa a disposizione, il raffronto o l'interconnesione, la limitazione, la cancellazione o la distruzione».

[39] Sul tema della profilazione e dei big data, per motivi di interesse pubblico, v. BUZZACCHI, *Tecnologia e protezione dei dati personali nella società dei big data. Problemi della profilazione e della garanzia della sicurezza pubblica*, in corso di pubblicazione.
Per quanto riguarda la disciplina previgente, può essere utile ricordare il Regolamento Consob n. 16190/07 relativo alla tipologia di dati che possono essere raccolti. Detta normativa cercava,

Anche la disciplina sulla tutela dei dati personali contiene, pertanto, un preciso riferimento alla c.d. profilazione, che in questo contesto, però, assume una connotazione più generale rispetto a quella di carattere finanziario di cui si è dato conto in precedenza. In questo caso, detto termine si riferisce alla possibilità di classificare l'utente secondo una potenzialmente illimitata distinzione tipologica[41]; nell'ambito finanziario, invece, essa viene tradizionalmente ricondotta alle 3 categorie del cliente al dettaglio, professionale e controparte qualificata, secondo le previsioni della MIFID I.

Questa più ampia "identificazione" del cliente, infatti, è funzionale non soltanto all'offerta di servizi e pubblicità, sempre più mirati alle specifiche esigenze dei singoli, ma anche «all'analisi e al monitoraggio dei comportamenti dei visitatori dei siti web, sia allo sfruttamento commerciale dei profili ottenuti, i quali possono avere un significativo valore di mercato in ragione della loro capacità di fornire indicazioni sulle propensioni al consumo di beni e servizi»[42].

Alla luce delle osservazioni che precedono, è evidente come dal punto di vista del trattamento dei dati personali le due accezioni di "profilazione" (quella finanziaria e quella più generale) finiscano per coincidere, accomunate dal fatto di essere condotte da un soggetto privato per fini commerciali[43].

In questi casi, pertanto, i dati personali devono essere trattati in modo «lecito, corretto e trasparente nei confronti dell'interessato», inoltre, quest'ultimo deve essere informato circa le finalità per cui dette informazioni devono essere

infatti, già di affrontare gli effetti che l'evoluzione tecnologica e la globalizzazione avevano sulla raccolta e sulla condivisione dei dati personali, che erano diventati possibili sia alle autorità pubbliche, sia ai privati.

[40]Cfr., *Linee guida in materia di trattamento di dati personali per profilazione on-line*, 19 marzo 2015, del Garante per la protezione dei dati personali.

[41]Secondo le definizioni generali offerte dall'art. 4, n. 4, del reg. 2016 con tale espressione ci si riferisce a «qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta persona fisica».

[42] Cfr. "Linee guida in materia di trattamento di dati personali per profilazione on-line, 19 marzo 2015, del Garante per la protezione dei dati personali.

[43] In questa sede, non verrà naturalmente affrontata la questione dal punto di vista dell'uso delle informazioni per fini di utilità o esigenze pubbliche quanto piuttosto per finalità private.

raccolte ed esprimere il proprio consenso. Anche una volta ottenuto detto consenso, i soggetti che trattano i dati personali sono tenuti a raccogliere soltanto quelli che sono considerati «adeguati, pertinenti e limitati a quanto necessario rispetto alle finalità per le quali sono trattati» (art. 5, reg. c. 1, lett. c), oltre a dover essere "esatti"; inoltre, dette informazioni devono essere conservate «in una forma che consenta l'identificazione degli interessati per un arco di tempo non superiore al conseguimento delle finalità per le quali sono trattati» (art. 5, reg., c. 1, lett. e.).

Per quanto di maggior interesse in questa sede, l'art. 22 prevede una disciplina specifica in caso di trattamento di dati personali utilizzati nell'ambito di un processo decisionale automatizzato, compresa la "profilazione".

In tali casi, e in via generale, l'interessato può vantare un vero e proprio diritto a non essere sottoposto a un procedimento automatizzato, che potrebbe avere effetti giuridici sulla sua persona (quale ad esempio il rifiuto di una domanda di credito o altro), senza aver avuto la possibilità di interagire con una persona umana. Tale divieto, tuttavia, non si applica nel caso in cui la decisione, che poggia sul procedimento di profilazione, sia necessaria per la stessa conclusione o per l'esecuzione del contratto tra l'interessato e il soggetto che procede al trattamento dei dati, ovvero, qualora si basi sul consenso esplicitamente espresso dall'interessato. Un'ulteriore eccezione è prevista nei casi in cui il diritto dell'Unione o dello stato membro abbia provveduto a disciplinare la procedura e le idonee garanzie per la tutela dei terzi.

La profilazione deve essere condotta dal titolare del trattamento in modo da garantire «misure appropriate per tutelare i diritti, le libertà e i legittimi interessi dell'interessato, almeno il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione» (art. 22, c. 3).

Essa, infine, può essere effettuata anche tramite l'incrocio di dati personali raccolti in relazione a più funzionalità rispetto a quelle messe a disposizione

dall'utente, soltanto se anche in questo caso vi è stato un espresso consenso da parte del titolare.

6. L'incredibile quantità di informazioni in possesso degli intermediari finanziari, cui si è accennato fin dall'inizio, merita una ponderazione particolarmente attenta, anche e soprattutto alla luce dell'apporto che lo sviluppo tecnologico della big data analitycs potrà comportare.

Stando alle disposizioni che precedono, gli operatori finanziari sono tenuti a trattare i dati personali dei clienti, nel rispetto degli indicati criteri, informando gli investitori dell'uso a cui la raccolta è finalizzata, ivi incluso l'eventuale utilizzo ai fini dell'individuazione del target market assessment in fase di product governance. A maggior ragione dovranno espressamente informare i propri clienti, e richiedere una conseguente autorizzazione, qualora procedano a un intreccio dei relativi dati, sfruttando le diverse fonti di cui possono essere in possesso (precedenti transazioni, vecchi test di adeguatezza, operazioni compiute attraverso l'uso di piattaforme di home-banking, utilizzo di carte credito, etc.).

In altre parole, la situazione appare particolarmente complessa ed è evidente che a fronte del costante sviluppo delle potenzialità "conoscitive" dell'analisi dei dati, occorrerà porre sempre maggiore attenzione al bilanciamento tra i diversi interessi in gioco, come ben si evince da un recente esempio.

Lo scorso giungo 2016, l'Autorità garante per la protezione dei dati personali ha avuto modo di esprimersi su una richiesta di verifica preliminare, ex art. 17 del Codice, relativamente alla possibilità di utilizzare, da parte di una banca, un sistema di rilevazione di dati personali e biometrici[44] basato sull'analisi comportamentale dei clienti, finalizzato ad aumentare la sicurezza del loro sistema

[44]Secondo le Linee guida in materia di riconoscimento biometrico e firma grafometrica, del Garante per la protezione dei dati personali, i dati biometrici sono «convenzionalmente definiti come dati ricavati da "proprietà biologiche, aspetti comportamentali, caratteristiche fisiologiche, tratti biologici o azioni ripetibili laddove tali caratteristiche o azioni sono tanto proprie di un certo individuo quanto misurabili, anche se i metodi usati nella pratica per misurarli tecnicamente comportano un certo grado di probabilità». Essi devono essere trattati in modo lecito, necessario, finalizzato e proporzionato.

di servizi di pagamento.

Ai nostri fini può essere interessante rilevare come il suddetto strumento, previo consenso espresso dell'interessato, sarebbe in grado, una volta avvenuto l'accesso sul sito della banca, con proprie credenziali, «tramite un'apposita componente veicolata sul dispositivo, [di] registrare le informazioni relative alla navigazione sul web e all'interazione con lo strumento – tra cui le attività del "mouse" o del "dito" (posizione sullo schermo, traiettorie effettuate, azioni eseguite, ecc.); la pressione sullo schermo e/o sui tasti; la velocità di digitazione sulla tastiera; l'orientamento del device, la lingua del sistema operativo; taluni parametri del browser (versioni, plug-in installati; time zone; ecc.); le reazioni inconsce a "interferenze" artatamente prodotte dal software (modifiche impercettibili della traiettoria del "mouse"; scomparsa temporanea del cursore) – sì da creare, nel corso di più sessioni, un primo "profilo" comportamentale associabile al cliente tramite un codice identificativo univoco. Tale profilo, costituito da un "punteggio" rilevato applicando ai parametri sopra evidenziati calcoli probabilistici e algoritmi di autoapprendimento, verrebbe ulteriormente "affinato" dal sistema sulla base delle rilevazioni effettuate nel corso del tempo, sì da renderlo sempre più accurato e rispondente al quadro comportamentale dell'interessato»[45].

Non solo. Sempre leggendo l'istanza si evince come «nel corso delle ulteriori operazioni di accesso al sito, il sistema, verificate le credenziali di autenticazione utilizzate, provvederebbe ad analizzare i dati di navigazione" dell'utente … per appurare l'eventuale rispondenza del profilo comportamentale collegato al cliente. Più precisamente, il sistema provvederebbe a comparare i "punteggi" ottenuti con le singole sessioni di navigazione con quello attribuito a quest'ultimo a seguito della sua adesione al servizio, valutandone il margine di (in)compatibilità in rapporto a eventuali "scostamenti" e inviando, a tal fine, un apposito "feedback" alla banca; in caso di profilo (id est: punteggi) significativamente divergenti – e, dunque, potenzialmente sintomatici di accessi indebiti al conto corrente on-line –

[45]Cfr. Garante per la protezione dei dati, doc. web n. 5252271, sul sito dell'autorità.

quest'ultima provvederebbe, a tutela (anche) del cliente e previa valutazione degli elementi trasmessi, ad avviare le opportune iniziative di mitigazione del rischio … ».

Al di là della richiesta di verifica preliminare specifica - che è stata ritenuta legittima nelle concrete applicazioni del servizio, data la gestione separata dei dati, affidata a società diverse, e la necessità che i dati vengano utilizzati esclusivamente per la finalità di garantire una maggiore protezione del sistema di pagamenti on-line, a cui è richiesto un sistema di autenticazione forte[46] -; ciò che rileva in questa sede, è evidenziare il tipo di informazioni che potenzialmente la tecnologia è già in grado di assicurare.

In altre parole, l'utilizzo di dette informazioni per fini diversi (quale ad esempio proprio quella della profilazione di cui qui si discute), nonché la stessa possibilità di trattare in modo congiunto le informazioni anche biometriche e i dati personali, sono teoricamente (ossia dal punto di vista tecnico) già possibili.

7. Il legislatore dovrà attentamente vigilare sulla possibile deriva che la regola "del know your customer" potrà assumere, grazie all'uso delle nuove tecnologie, e introdurre opportuni limiti e divieti.

Disposizioni, quali quelle sulla product governance finalizzate a rendere il mercato finanziario più sicuro e gli investitori più protetti, infatti, non devono dar vita a un sistema potenzialmente pericoloso per gli interessi dei singoli.

Se con riferimento al sistema pre-mifid, la dottrina parlava di una standardizzazione del comportamento dell'intermediario, nei confronti del cliente[47], già con la Mifid si è cominciato a ravvisare una spinta della normativa verso una maggior "personalizzazione dei rapporti" finalizzata a «correlare (rectius modulare) la prestazione dei servizi di investimento alle esigenze del singolo cliente calibrando

[46]Cfr. BCE, *Orientamenti finali sulla sicurezza dei pagamenti via Internet*, del 19 dicembre 2014; nonché Banca d'Italia, *Documento per la consultazione: Recepimento in Italia degli orientamenti dell'ABE in materia di sicurezza dei pagamenti tramite canali internet*, dell'agosto 2015.
[47]Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004.

la condotta dell'intermediario sulla tipologia di investitore (cui il servizio è concretamente indirizzato) o, addirittura, sulla specifica operazione da compiere»[48].

Questa modularità dei rapporti è avvenuta grazie a un rafforzamento del principio del "know your customer", «cioè nel senso di obbligare gli intermediari ad una più approfondita conoscenza della clientela in vista del successivo inquadramento»[49].

Come si è cercato di dimostrare, però, questa tendenza trova oggi una decisa accentuazione con la Mifid 2, che comporterà una "profilazione" sempre più ampia e precisa del cliente, che non sarà più solo riconducibile alle 3 tradizionali categorie dell'ambito finanziario (cliente retail, professionale e controparte qualificata), ma andrà ad acquisire una connotazione più completa ed esaustiva, del "customer as a whole".

La nuova disciplina, infatti, sembra andare verso il superamento delle asimmetrie informative, almeno con riferimento alla conoscibilità del cliente/investitore da parte dell'intermediario finanziario, nella convinzione che «the major positive effect should derive from an improved compatibility between investment products and the needs and characteristics of clients which should lead to an increased quality of the services and products offered and sold to investors»[50].

Ma siamo proprio sicuri che questo sia il modo migliore per garantire una maggior protezione degli interessi dell'investitore? E se anche così fosse, siamo sicuri che una maggior tutela sul fronte finanziario valga una simile invasione della propria sfera personale?

A fronte di simili dubbi, l'unica soluzione può forse essere ancora una volta rinvenuto nel principio di proporzionalità[51] richiamato non solo dal regolamento sulla protezione dei dati personali, ma anche dalla stessa MIFID 2. Nella MIFID 2,

[48]Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della Mifid. Profili sistematici*, Padova 2008, 156.
[49]Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, cit., 156.
[50]Cfr. Consultation paper, cit., 8.
[51]Cfr. BUZZACCHI, *Tecnologia e protezione dei dati personali nella società dei big data*, *cit.*

però, il principio di proporzionalità è utilizzato per ridurre gli obblighi di indagine in capo agli intermediari finanziari, richiedendo loro un minor livello di analisi in caso di prodotti semplici, a fronte di un'indagine più approfondita per quelli complessi.

In questa diversa prospettiva, invece, il principio di proporzionalità dovrebbe essere declinato a vantaggio del cliente per impedire che l'indagine sulle sue "esigenze" giunga troppo in profondità rispetto alle finalità di vendita di un prodotto finanziario o comunque nel rispetto dei limiti che la privacy dell'individuo può sopportare.

Francesca Mattassoglio

Ricercatore confermato di diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Milano Bicocca

ROBO-ADVISOR, CONSULENZA FINANZIARIA E PROFILI REGOLAMENTARI: QUALE SOLUZIONE PER UN FENOMENO *IN FIERI*? *

(*Robo-Advisor, financial advice and regulatory issues: What to do about a phenomenon in evolution?*)

ABSTRACT: *The paper addresses the issue of FinTech and digitalization of financial services. It will especially focus the growing use of automated tools in providing financial advice (the so-called Robo-Advisors) which improves the availability of the service, but poses different problems for the consumer protection. In fact, Robo-Advisors use modern algorithms and web platforms in order to create portfolio models or to provide investment recommendations for retail investors, with or without human intervention.*

Financial innovation might be an opportunity both for consumers and firms, but the automation trend is a challenge for regulators who have to evaluate the benefits and the risks linked to the use of automated financial advice tools as well as its impact on the distribution chain. Only after careful consideration, they will be able to decide whether introduce new rules for the consumer protection or, on the contrary, whether the existing framework already assesses the regulation of a this still growing phenomenon. In the latter case, they would continue to monitor the possible barriers to the development of automated advice.

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione dei servizi finanziari e *robo-advisory*: profili introduttivi – 2. Dal *robo* al *cyborg-advisor*: l'evoluzione dei *financial advice tools* nei nuovi scenari di mercato – 3. *FinTech* e il faro delle *Authorities* e delle Istituzioni europee – 4. Il *Discussion Paper* sulla consulenza finanziaria automatizzata – 4.1. Alcune criticità – 5. Il servizio di consulenza tra attività riservate, attività generiche e criteri soggettivi di valutazione – 6. La *robo-advisory* tra appelli alla regolamentazione ed approcci flessibili: alla ricerca di un equilibrio virtuale (rischi/benefici) – 6.1.

*Contributo approvato dai revisori.

Soluzioni alternative vs. nuova regolamentazione - 7. Prime risposte tra conferme normative e prospettive future: cenni.

1. Cambiamenti epocali sono in corso nel mondo finanziario, destinato a mutare le coordinate principali della geografia della distribuzione dei prodotti finanziari. Innovazioni nei modelli di *business* per le imprese, nelle modalità di comunicazione ed interazione con il cliente, negli strumenti di prestazione dei servizi finanziari: sono solo alcune delle conseguenze derivanti dall'applicazione della tecnologia alla finanza.

La rivoluzione digitale, nota come *FinTech*[1], sta progressivamente invadendo indistintamente tutti e tre i settori (finanziario, bancario ed assicurativo), seppure con modalità, connotazioni peculiari e velocità differenti, impegnando gli intermediari finanziari ad ingenti investimenti in costosi *restyling* tecnologici, resi ormai necessari per sopravvivere in un'arena competitiva sempre più agguerrita.

FinTech è ormai il tema *cult* del momento che sta dividendo gli ambienti finanziari sul futuro del settore dei servizi finanziari, accendendo dibattiti tra sostenitori da un lato dell'evoluzione digitale che offre l'opportunità di rendere più accessibile alla clientela *mass market* servizi preclusi dai canali tradizionali, e detrattori dall'altro lato, preoccupati dell'impatto *disruptive* dell'innovazione tecnologica, considerata una sorta di "attentato all'ordine definito delle cose" e quindi della struttura di mercato che fino a qualche tempo fa era considerata pressoché statica e definita.

In questo contesto la progressiva diffusione di *automated tools* nella prestazione di servizi finanziari ha dato origine ad un fenomeno, quello dei *robo-advi-*

[1]Contributi sul tema si devono a: CHRISTI, BARBERIS (a cura di), *The FinTech Book*, Wiley, 2016; EY, *The relevance challenge: What retail banks must do to remain in the game*, 2016; FPSB (Financial Planning Standards Board, *FinTech and the Future of Financial Planning*, 2016; World Economic Forum, *The Future of FinTech. A paradigm Shift in Small Business Finance*, October 2015; Accenture, *The Future of FinTech and Banking: Digitally disrupted or reimagined?;* Standard&Poor's, *The Future of Banking: How FinTech Could Disrupt Bank Ratings*, 15 dicembre 2015, reperibile sul sito *www.standardandpoors.com/ratingsdirect*.

sor, che involge il settore della consulenza finanziaria[2].

La denominazione convenzionale con quale lo stesso viene menzionato si presta ad un'interprestazione fuorviante che in prima battuta lascia immaginare un incontro della robotica con il servizio della consulenza finanziaria, laddove invece il riferimento alla robotica è solo generico e talora improprio, volendo alludere piuttosto alla prestazione di servizi (appunto di natura finanziaria) per il tramite di strumenti automatizzati che sfruttano algoritmi, integrati o meno dall'intervento umano.

Difatti con l'espressione "*robo-advisor*" si fa riferimento ad un fenomeno di ampia e variegata portata, che include molteplici fattispecie talora diversificate, unite però dal comune denominatore di sfruttare le più moderne tecnologie, piattaforme ed algoritmi per la creazione di portafogli modello da raccomandare agli investitori, riproponendo così le diverse sfaccettature della consulenza intesa in senso lato, a partire da quella generica con *l'asset allocation* sino alla consulenza finanziaria vera e propria.

Nato come tentativo di "democratizzazione" del servizio di consulenza, con la finalità di renderlo accessibile ad una platea più estesa di soggetti, normalmente esclusi da un servizio appannaggio prevalentemente della clientela *private*, risponde altresì alle esigenze proprie delle nuove generazioni (c.d. Millennials) e di un mercato dalle fattezze sempre più digitali[3].

[2]Il fenomeno é attualmente ancora sconosciuto alla letteratura giuridica, in particolare a quella nazionale, ma annovera diversi contributi nell'ambito di ricerche e studi diffusi sul mercato internazionale a cura di società di consulenza.
Tra i più significativi nel descrivere il fenomeno, anche in chiave di crescita prospettica, si segnalano, *inter alia*: EY, *Advice goes virtual. How new digital investment services are changing the wealth management landscape*; BlackRock, *Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age, September 2016;* PWC, *Robo Advisory moves forward in Italy*, 2016, reperibile sul sito *www.pwc.com/it.*

[3]Si legga in proposito quanto evidenziato da ESBG (*European Savings and Retail Banking Group*) [cfr. *ESBG response to ESA Discussion Paper Automation in Financial Advice - JC 2015 080*]:
"*Digital development in the financial sector is increasingly gaining speed. At the same time customer behaviour and expectations are changing. Banks used to gain customer insight through personal meetings between the customer and his/her advisor. Nowadays, more and more meetings take place through digital channels. For the European savings and retail banks this development*

Partito quasi in sordina sulla scia di esperienze maturate nei Paesi Oltremanica e Oltreoceano, sta assumendo velocemente un ruolo di primo piano e rischia nell'immediato futuro di trasformarsi in un fenomeno pronto a travolgere il mercato[4].

Due fattori hanno allertato il settore finanziario: in primo luogo, l'ingresso di *start up* ed imprese *FinTech*, spesso non soggette ad alcuna regolamentazione né tanto meno a controllo, che potrebbe alterare gli assetti di mercato precostituiti, basati su *players* tradizionali; in secondo luogo, la molteplicità ed eterogeneità delle fattispecie sussumibili nel *genus* dei *robo-advisor* che sono tali da porre problematiche normative differenziate da un caso all'altro.

Tanto è bastato a sollevare diversi interrogativi sul fenomeno in sé e sulle implicazioni connesse: si tratta di una moda passeggera o rappresenta il sintomo di un processo evolutivo irreversibile che tocca il mercato finanziario nel suo complesso? Sarà l'inizio della disintermediazione umana a favore della soluzione digitale o le alternative potranno e sapranno convivere, cogliendo i benefici che derivano da sinergie di fattispecie suscettibili di complementarietà?

Queste sono solo alcune delle problematiche con le quali devono confrontarsi i regolatori, dal momento che ogni innovazione tecnologica reca con sé una sfida regolamentare o comunque una sfida in relazione alle azioni o agli interventi più opportuni da intraprendere a tutela dei consumatori, quali diretti destinatari, e del mercato finanziario nel suo complesso.

---

means a change in how insight into customer behaviour is gathered. Customer insight now needs to be gathered by using different dimensions, such as channel and product behaviour, customer preferences, and the change of customer engagement. Offering financial advice through digital channels is an important step to adapt to this development. The savings and retail banks are up to this challenge and are currently developing/implementing new tools and adapting existing tools as well as analysing possibilities to use other (and more) data sources".

[4]In realtà, il fenomeno dei *robo-advisor* ha raccolto consensi, ma anche molti dissensi circa la possibilità di sopravvivenza nel tempo, causa ristretti margini di redditività e di sostenibilità nel breve periodo. Di tale avviso si mostra SCM Direct nel *Report "FinTech Folly. The Sense and Sensibilities of UK Robo Advice"*, 6 July 2016.

2. La fotografia che il mercato ci restituisce sui *robo-advisor*[5] e sugli *automated tools* in genere tende però a sbiadirsi facilmente ed a divenire sfocata alla luce della velocità che connota le innovazioni finanziarie e tecnologiche, le quali – a ritmo sostenuto – imprimono al mercato connotati differenti.

Quest'ultimo difatti si evolve seguendo logiche talora diverse da quelle sottese al cammino normativo che spesso stenta a tenere il passo.

Il fenomeno in questione, e parimenti il mercato, non si arrestano, bensì si aprono ad ulteriori sviluppi con un ritmo inversamente proporzionale a quello dei regolatori che, pur consapevoli e riconoscendo le opportunità derivanti dalle nuove tecnologie e dalla digitalizzazione dei servizi finanziari, si stanno ancora interrogando sui rischi connessi, in particolare se questi ultimi superino o meno i benefici attesi, di quale natura ed entità siano, nonché infine sul tipo di risposta da fornire.

Esemplificative della cennata velocità sono la presenza già da tempo sul mercato del primo "comparatore di *robo-advisor*" che raccomanda ai clienti quello che offre i servizi più confacenti alle sue esigenze finanziarie previamente manifestate, nonché addirittura del "comparatore di comparatori di prodotti assicurativi"[6].

[5]Sulle diverse posizioni che si sono confrontate si rinvia, *inter alia*, a: Mamta Badkar, *Why Robo-Advisors Aren't A Threat To Traditional Advisors*, *http://businessinsider.com*, 14 aprile 2014; FinanciaLounge, *La tecnologia mette fuori gioco i consulenti finanziari*, *http://www.financia lounge.com*, 31 ottobre 2014; HENN, *Can Robots Manage Your Money Better Than You? Startups Say Yes*, *www.npr.org*, 30 dicembre 2013; LIBERTO, *Scepticism reins over automated advice*, *wwwftadviser.com*, 10 settembre 2014; MOYER, *Taking Sock of Automated Financial Advisers*, *www.wsj.com*, 8 agosto 2014; Paladin Research, *What is a Robo Advisor?*, *www.Paladin Registry.com;* PWC (PricewaterhouseCoopers), *The Connected Advisor. The rise of Digital and Social Advice in Wealth Management*, 2013; STALTER, *Financial Advisors vs. Robo-Advisors: Which is Right for You?*, *http://money.usnews.com*, 27 ottobre 2014; TORIELLI, *Robo-advisor o promotori? Ecco come cambierà il wealth management*, *http://it.adviseonly.com*, 11 febbraio 2015; VATER – CHO – SIDEBOTTOM, *The digital challenge to retail banks*, Bain & Company, 2012; VERES, *'Robo Advisors'? How to Fight Back*, *http://www.financial-planning.com*, 22 marzo 2014.

[6]Sul percorso di tipo normativo e non, che ha interessato i comparatori di prodotti assicurativi, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *La nuova stagione dei siti di comparazione di prodotti assicurativi: dagli interventi delle* Authorities *europee alle innovazione della direttiva sulla distribuzione assicurativa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2/2016, *www.dirittobancario.it.*

Non solo. Lo stesso tema della *robo advisory* si è aperto ad ulteriori sviluppi, andando oltre i margini con i quali è stato inizialmente presentato sul mercato.

Sintomatico di una sorta di "volatilità" dello scenario di riferimento è altresì il possibile superamento della stessa denominazione convenzionale del fenomeno che – come già accennato - sta assumendo nuove sfumature caratteriali.

Difatti il termine di *robo advisor* non è ancora del tutto desueto, ma sta per diventarlo velocemente[7], segnando il passaggio alla *digital advice* di *next generation*, quella del *robo-investing* o *goal based investing*[8].

Parallelamente, i servizi consulenziali prestati tramite *automated tools* stanno virando verso altri lidi, impegnando alcuni pionieri della *robo advisory* nella conversione del B2C nel B2B. La strada è quella della *cyborg advisory*: non è totalmente umana, né esclusivamente digitale.

Rappresenta piuttosto il compromesso, il punto di equilibrio tra umano e digitale ove viene esaltata la centralità e la professionalità dell'*advisor* umano che diviene l'interfaccia tra il digitale e il destinatario finale del servizio, ovvero il cliente.

Riassume la capacità di guardare oltre la netta contrapposizione tra umano e digitale, offrendo una soluzione intermedia che da un lato tende ad esaltare le potenzialità insite in entrambe le componenti (umane e digitali), originariamente presentate come alternative, ma in concreto suscettibili di complementarietà; dall'altro lato consente all'investitore di preservare il contatto con il professionista umano, la cui presenza – come risulta da talune indagini di mercato – offre ancora un effetto rassicurante e pertanto prescelto dal destinatario del servizio.

Resta però il fatto che il carattere camaleontico del fenomeno in questione

[7]Le nuove soluzioni tecnologiche e finanziarie costituiscono il risultato della conversione di talune piattaforme di *advice* in gestione, sollecitata – come già accennato (su cui v. *supra*) - da limitati margini di redditività.

[8]Sul processo evolutivo e sulle direzioni che il mercato potrebbe intraprendere nel prossimo futuro, si rinvia alle osservazioni di SIRONI, *FinTech Innovation. From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, Wiley, 2016, in particolare p. 85 ss.

porta inevitabilmente a modificare l'angolo visuale da una prospettiva esclusivamente consumeristica ad altra di tipo professionale, spostando così anche l'ago della bilancia delle eventuali responsabilità connesse.

Parimenti, le diverse forme di evoluzione con cui il fenomeno si presenta in una dimensione *cross border*, rende difficoltosa tanto l'individuazione e gradazione di tutte le problematiche giuridiche coinvolte, quanto la relativa definizione con misure unitarie.

3. La costante crescita del processo di digitalizzazione dei servizi finanziari e l'implementazione di nuove tecnologie nelle diverse strategie commerciali da parte degli intermediari finanziari – siano esse complementari o alternative ai canali distributivi tradizionali - ha spinto i regolatori ad accendere un faro sul fenomeno dell'utilizzo degli *automated tools* per la prestazione del servizio di consulenza o comunque per altre forme di raccomandazione dirette al consumatore, con l'obiettivo quella di valutarne benefici e potenziali rischi per i consumatori[9].

Diverse le Autorità nazionali ed europee, le Istituzioni comunitarie e le Organizzazioni internazionali a vario titolo interessate – a tutela ora dell'investitore[10], ora delle istituzioni finanziarie e del mercato finanziario nel suo complesso[11] - alle

[9]Proprio a tutela dei consumatori che è divenuta nel contempo impellente l'esigenza – manifestata da più parti - di una maggiore chiarezza e trasparenza del mercato, dinnanzi a quello che col tempo rischia di trasformarsi in un vero e proprio pericolo da arginare: il "far west della consulenza", prestata con qualunque canale ed in qualunque forma, ma con tratti opachi ove spesso vien fatto passare tutto e il contrario di tutto. E tanto dal punto di vista oggettivo della prestazione del servizio, ma soprattutto dal punto di vista soggettivo, ove l'utilizzo di strumenti digitali non dovrebbe in alcun modo esonerare dal rispetto di codificati requisiti di professionalità.

[10]Tematiche quali educazione digitale e maggiore inclusione finanziaria dell'investitore, aggiornamento sia del diritto del consumatore all'era digitale, sia delle competenze dei prestatori di servizi sono solo alcuni dei profili che le nuove tecnologie pongono sul piano di lavoro dei regolatori.

[11]A quelle indicate si aggiungono altre tematiche che non assumono carattere peculiare solo di talune fattispecie incluse nell'amplissimo *genus* degli *automated tools*, in quanto acquisiscono – seppure in diversa misura - valenza indiscriminata e trasversale a tutti i *digital channels*, siano essi utilizzati direttamente dal consumatore o dal professionista. Trattasi di temi innovativi nel panorama normativo che però necessitano del riconoscimento di un grado di priorità nell'agenda delle *Authorities*, in quanto suscettibili di arrecare pregiudizio a tutto il sistema finanziario nel suo complesso.

implicazioni connesse alla diffusione di *FinTech* e, in particolare della *robo-advisory*.

Motivate da precipue finalità, sono intervenute in ordine sparso[12] tra tanti proclami[13], poche risposte e molte riserve ancora da sciogliere.

FinTech diviene così anche uno dei punti cardine del Piano d'Azione per la creazione della *Capital Markets Union*[14], nel cui ambito è ripetutamente evidenziata l'importanza dei cambiamenti derivanti dal passaggio alla distribuzione *online* di prodotti di investimento[15]. Cambiamenti che potranno offrire enormi opportunità e sviluppare le potenzialità a beneficio tanto degli investitori quanto dell'industria finanziaria, in virtù dell'intrinseca connotazione rivoluzionaria che muta in radice le modalità di accesso degli investitori ai mercati di capitali[16].

Quello della CMU rappresenta però solo uno dei pilastri portanti di un quadro in via di progressiva definizione, teso a favorire il processo di digitalizzazione ed a fornire nel contempo una spinta normativa all'innovazione tecnologica

---

Si pensi – a titolo esemplificativo - alle problematiche discendenti da Big Data (su cui v. da ultimo la pubblicazione, a cura delle ESAs (Joint Committee), del *Discusssion Paper on the use of Big Data by Financial Institutions* – JC 2016 86 del 19 December 2016), *Data Protection*, *Cyber risk* e *Cyber security*, *Blockchain* e *Distributed Ledger Technologies* (DLT), etc.
Con riferimento a quest'ultimo tema si segnala poi che l'ESMA ha già pubblicato un *Discussion Paper on The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets* (ESMA/2016/773 del 2 giugno 2016) per valutare, anche in questo caso, la necessità di una specifica risposta regolamentare per l'uso di questa tecnologia nei mercati finanziari.

[12]Non sono state assunte iniziative armonizzate a livello europeo, sebbene molti regolatori nazionali abbiano assunto, nelle proprie giurisdizioni, specifiche azioni tra cui la previsione di guide sull'uso di strumenti automatizzati nel contesto della valutazione di adeguatezza e della ragionevolezza della consulenza /raccomandazione.

[13]La pubblicazione di un *report*, prevista per la fine di aprile 2016, unitamente all'indicazione degli *steps* da adottare successivamente sulla base dei risultati ivi riportati, è stata annunciata da Mark Carney, *Chairman del Financial Stability Board* in una lettera al G20 di Shangai del 22 febbraio 2016, ove vengono chiaramente manifestate le preoccupazioni sulle potenziali implicazioni dell'innovazione finanziaria sulla stabilità finanziaria.

[14]Cfr. Comunicazione della Commissione europea [COM(2015) 468 final del 30 settembre 2015] , recante il "*Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati di capitali*".

[15]L'obiettivo é quello di una "valutazione globale dei mercati europei dei prodotti di investimento al dettaglio, che esaminerà i canali di distribuzione, la consulenza in materia di investimenti e le possibilità offerte dalla tecnologia".

[16]In tal senso Steven Maijor (Chair ESMA), *Safeguarding investors is key to ensuring the Capital Markets Union's success* (ESMA/2016/1584 del 17 novembre 2016), il quale spiega altresì che il successo della *Capital Markets Union* (CMU) dipende anche dalla politica dei regolatori di assicurare all'ambiente *digital* lo stesso livello di protezione riconosciuto nel contesto *non-digital*.

nel settore dei servizi finanziari.

Il processo già partito con la Strategia per la creazione di un mercato unico digitale in Europa[17], si arricchisce di due ulteriori contributi: il Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio[18], nonché il più generale percorso intrapreso dalla Commissione europea, nella prospettiva di una revisione della regolamentazione finanziaria[19] ove, *inter alia*, viene riservato ampio spazio all'innovazione tecnologica ed al relativo impatto sulla prestazione di servizi finanziari.

Nel primo si guarda con favore ai nuovi *tools*, considerate un volano per lo sviluppo dell'attività *cross border* e della competitività nel mercato unico dei servizi finanziari.

Nel secondo diviene prioritario l'intervento in funzione di una maggiore coerenza e semplificazione dei requisiti normativi, ivi incluso l'aggiornamento delle regole in relazione ai cambiamenti tecnologici dal punto di vista sia oggettivo (i.e. prestazione di servizi finanziari *online*)[20], sia soggettivo (i.e. eliminazione di bar-

[17]Cfr. Comunicazione della Commissione europea – COM(2015) 192 final del 6 maggio 2015.

[18]Cfr. *Green Paper on retail financial services. Better products, more choice, and greater opportunities for consumers and business* [COM(2015) 630 final del 10 dicembre 2015].
Le potenzialità nel senso indicato nel testo sono chiaramente espresse dalla Commissione per i problemi economici e monetari nel progetto di relazione sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio, presentato il 25 maggio 2016, ove si legge che "il Libro verde arriva al momento giusto anche in considerazione del fatto che, attualmente, la digitalizzazione offre nuove possibilità a un ritmo incalzante. Se gestita correttamente, la digitalizzazione potrebbe creare lo slancio necessario per iniziare ad eliminare gli ostacoli transfrontalieri. In questo momento abbiamo l'opportunità di mettere in contatto gli attori finanziari e i consumatori di tutta Europa. Si tratta di un'opportunità imperdibile".
A tal fine il *Green Paper* dovrebbe trovare il proprio seguito nella pubblicazione all'inizio del 2017 di un piano d'azione teso a definire misure necessarie per sviluppare ulteriormente il mercato unico dei servizi finanziari al dettaglio.

[19]Cfr. Commissione europea: *Call for evidence EU regulatory framework for financial services* del 30 settembre 2015.
Al riguardo la Commissione europea è nuovamente intervenuta con la comunicazione recante "*Invito a presentare contributi sul quadro di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari*" [cfr. COM(2016) 855 *final* ed annesso documento SWD(2016) 359 *final*, entrambi del del 23 novembre 2016] che traccia le misure di *follow up* che la Commissione intende perseguire nel prossimo futuro.

[20]Sul versante dei cambiamenti tecnologici, la Commissione ha invitato a specificare le aree di intervento ove l'efficacia delle regole potrebbe essere incrementata al fine di far fronte alla crescente offerta di servizi utilizzando strumenti *online* e innovative soluzioni tecnologiche per il settore dei servizi finanziari (cfr. *sub point* 8).

riere all'accesso al mercato da parte di nuovi *players*)[21].

Diversi sono quindi i tavoli di lavoro aperti sul tema in questione, taluni coordinati ed interrelati, sebbene contraddistinti ciascuno da precise finalità, la cui realizzazione indistintamente annovera ormai lo sviluppo tecnologico come sfondo imprescindibile per eventuali interventi in materia di servizi finanziari. Tanto da aver spinto la Commissione ad istituire una *Task Force* interna denominata "*Fin-tech*"[22], con il compito specifico di monitorare gli sviluppi tecnologici che involgono il settore finanziario e, ove necessario, proporre misure adeguate.

4. In uno scenario articolato, che contempla l'impegno della Commissione europea su più aree di intervento connesse a *FinTech*, si inserisce anche quello delle ESAs con riferimento specifico alla *robo-advisory.*

Dopo una fase di iniziale disorientamento a fronte delle novità tecnologiche non sufficientemente conosciute, le *Authorities*, prima singolarmente poi per il tramite del Comitato congiunto, hanno cominciato ad approcciarsi al tema, intraprendendo un percorso teso – in prima battuta - a monitorare lo stato dell'arte del fenomeno in questione.

La mappatura iniziale delle fattispecie maggiormente diffuse sul mercato è stata condotta con un'attenzione *cross border* e *cross sector*, onde coglierne punti di forza ed eventuali criticità per il consumatore rispettivamente in tutti gli Stati membri e nei tre settori (finanziario, bancario e assicurativo) inclusi nel campo di osservazione. Riservando al termine del processo di valutazione ogni decisione in relazione alla migliore strategia da adottare, se di tipo regolamentare o di altra na-

[21]Alla luce di possibili nuove barriere al mercato derivanti dalla regolamentazione europea, la Commissione consulta il mercato su quelle che impediscono ai nuovi operatori di sfidare quelli storici e di soddisfare esigenze dei consumatori rimaste finora insoddisfatte (cfr. *point* 9).
Questo profilo è particolarmente rilevante tra le premesse alla base della consultazione ove viene evidenziato che "*it is also important to reflect on whether there are unintended barriers to new market players and innovative businesses preventing them from entering markets and challenging incumbents*".

[22]Ne dà notizia la stessa Commissione nell'ambito delle misure di *follow up* elencate nella comunicazione COM(2016) 855 *final*, cit.

tura.

Posti sotto osservazione, gli *automated advice tools* sono così diventati dei "sorvegliati speciali in attesa di giudizio regolamentare". E tanto a prescindere dal tipo di opzione – normativa o meno – a favore della quale i regolatori hanno in taluni casi deciso[23] o decideranno di sciogliere la riserva.

Rispettando la tabella di marcia relativa alle priorità di intervento a tutela del consumatore, fissata con l'Agenda per il 2016, le ESAs hanno fatto un primo passo nella direzione su indicata con la consultazione su un *discussion paper* in tema di consulenza finanziaria automatizzata (d'ora innanzi solo DP)[24].

Con il documento in questione le Autorità europee hanno non hanno sciolto alcuna riserva regolamentare o di altro genere[25], ma hanno aperto una fase interlocutoria nell'ambito della quale, una volta tratteggiate le principali caratteristiche riscontrate con riferimento alle fattispecie più diffuse, hanno sollecitato osservazioni dai partecipanti al mercato. Osservazioni sulle quali le Autorità sembrano far prevalentemente affidamento per una più compiuta ed approfondita comprensione e valutazione del fenomeno in questione.

Il documento pubblicato certamente non offre una visione esaustiva di un fenomeno complesso e variegato, ma si apprezza quale primo tentativo di approccio ad una tematica ampia e di non agevole comprensione[26], specie se osservata

[23]Per le prime risposte dei regolatori si rinvia *infra.*

[24]Cfr. *Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080 del 4 December 2015). Una prima lettura complessiva del DP si deve a SICLARI, SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari* retail*: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *Riv. Trim. Dir. Economia*, n. 2/2016, I, 184.

[25]Finalità precipua delle ESAs è stata quella di analizzare le osservazioni ricevute in funzione di una decisione sul *quomodo*, ovvero se e in che forma intervenire, con un *warning* comune o con una *policy* di raccomandazioni.
Per una risposta preliminare occorre attendere la pubblicazione del *Report*, avvenuta solo di recente e sulle cui conclusioni v. *infra*.

[26]La difficoltà delle *Authorities* di comprendere compiutamente il fenomeno nelle sue molteplici sfaccettature e soprattutto di come gestirlo adeguatamente (a tutela sia dei consumatori che delle imprese), traspare chiaramente da una serie di fattori concomitanti: 1) il contenuto del *discussion paper* delle ESAs, prevalentemente incentrato su un'elencazione delle varie fattispecie riscontrate sul mercato (alcune delle quali già mutate nei loro connotati originari); 2) nel carattere interlocutorio del *discussion paper*, teso più ad ottenere informazioni dalla consultazione che ad

con le "lenti dell'interprete tradizionale".

Quanto alla sua impostazione, il documento presenta una struttura tripartita che, dopo aver fissato il perimetro del campo di indagine, offre una panoramica generale delle fattispecie di consulenza finanziaria automatizzata maggiormente sviluppate, evidenziandone le caratteristiche distintive, basate ora sull'interazione diretta con il cliente dello strumento automatizzato, integrato o privo di qualunque intervento umano, ora sull'uso degli algoritmi, ora sulla percezione del servizio ricevuto dal consumatore come consulenza finanziaria.

Motivo quest'ultimo che ha spinto le Autorità – nei termini in cui meglio si preciserà - a prendere in considerazione la consulenza non *stricto sensu*, bensì in senso ampio che prescinde dai margini normativi prefissati dalla legislazione settoriale esistente in materia.

La parte centrale è invece dedicata ad uno *screening* dei potenziali benefici da un lato e dei paventati rischi dall'altro lato, connessi all'utilizzo di strumenti automatizzati, sulla scorta di una visione bilaterale, ovvero con lo sguardo rivolto in entrambi i casi tanto verso i consumatori quanto verso le istituzioni finanziarie, non seguita però da alcun bilanciamento dei contrapposti interessi.

Infine l'ultima parte racchiude una visione prospettica in relazione ai possibili sviluppi del fenomeno, affidata più ai risultati di ricerche di mercato prese in considerazione, quanto a reali convinzioni delle autorità medesime che non esitano a mostrare qualche perplessità specie sul versante delle concrete possibilità di accesso a causa di un diffuso basso livello sia di educazione digitale, sia di consapevolezza ed educazione finanziaria dei consumatori.

4.1. Come già accennato, il DP si apprezza per avere cercato di avviare un percorso conoscitivo su un fenomeno, il cui sviluppo e le cui evoluzioni sono an-

offrirle; 3) l'eccessivo lasso di tempo concesso per la consultazione (dal 4 dicembre 2015 – giorno della pubblicazione del DP - sino al 4 marzo 2016).

cora *in fieri*. Nel contempo però offre diversi spunti di riflessione con riferimento in primo luogo al titolo del documento pubblicato (i.e. "*automation in financial advice*"), in secondo luogo al perimetro monitorato dalle Autorità europee.

Con riferimento al primo versante, le ESAs fanno un utilizzo improprio e talora fuorviante del titolo assegnato che rischia di ingenerare confusione sull'ambito posto sotto osservazione dalle Autorità.

Il primo elemento in discussione involge il carattere automatizzato dei *tools* utilizzati, con riguardo ai quali la mancanza, nel contesto dei servizi finanziari, di una definizione di "automazione" non viene in alcun modo colmata nel DP con altra di tipo convenzionale, utile a far comprendere in cosa si sostanzi un elemento qualificante delle fattispecie considerate.

In secondo luogo, viene adottato l'aggettivo "*finanziario*" in senso lato, includendo presumibilmente un generico riferimento *cross sector* ai comparti finanziario in senso stretto, assicurativo, bancario, tutti inclusi nel raggio di osservazione e posti sotto la lente d'ingrandimento delle ESAs, sebbene nella eterogeneità che connota il *patchwork* delle varie fattispecie in considerazione, il fenomeno appaia più consistente proprio nel settore finanziario *stricto sensu* rispetto ai settori limitrofi.

Parimenti, il concetto di consulenza viene adottato in senso ampio, a dispetto delle definizioni talora non perfettamente convergenti nei tre settori indicati[27]. La mancanza di chiarezza e coerenza nel *framework* della legislazione esistente e nel trattamento regolamentare dei tre settori ha determinato una pluralità di modelli consulenziali non coincidenti[28], con tutte le implicazioni che ne deri-

[27]Senza dimenticare che nel settore bancario è assente una definizione di consulenza per prodotti diversi dai mutui.

[28]La mancanza di un modello unitario forgiato sul *benchmark* di quello creato in ambito finanziario è la risultante di percorsi normativi paralleli, ma non convergenti nei tratti peculiari. A titolo esemplificativo, per una comparazione delle tipologie consulenziali prestate su base indipendente in IDD e Mifid 2, con tutte le implicazioni che ne derivano anche sul versante strettamente nazionale, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *La disciplina della consulenza nella direttiva sulla distribuzione assicurativa. Le molteplici sfumature di un servizio a gradazione variabile*, in *MyAdvice*, n. 4/2016, 62.

vano.

Strettamente correlata anche l'ampiezza dello stesso concetto di "*consulenza automatizzata*" che dovrebbe portare a discernere fattispecie pure, totalmente automatizzate e quindi prive del benché minimo intervento umano, rispetto a quelle che beneficiano di un'integrazione, con varie modalità, del fattore umano.

Ne discende un uso dell'intera locuzione di "*strumenti automatizzati di consulenza finanziaria*" eccessivamente ampio ed omnicomprensivo, senza alcuna distinzione tra fattispecie suscettibili di inclusione o di esclusione dal novero di quelle monitorate, con conseguente confusione delle fattispecie coinvolte e delle diverse problematiche sottoposte al vaglio regolamentare.

In particolare, l'uso indiscriminato cui si allude, concerne il riferimento indifferenziato alla consulenza automatizzata per un verso e agli strumenti automatizzati per la prestazione di servizi finanziari per altro verso, ove il primo sembra involgere l'esercizio di un'attività finanziaria riservata, gli altri invece solo servizi di diversa natura (es. di tipo informativo o di guida per l'investitore), che dovrebbero – in virtù di detta qualificazione – rimanere fuori dal raggio di azione del DP.

Eppure, una distinzione di sorta sarebbe quanto mai opportuna, dal momento che l'utilizzo di strumenti automatizzati (integrati o meno da qualche forma di interazione umana) non involge sempre e necessariamente l'intero processo di intermediazione, bensì anche solo di singole fasi della catena distributiva, che non sempre culminano nel "contatto" con l'investitore, esaurendo la propria funzione all'interno del *service provider*. In altri casi si traducono nella prestazione di servizi finanziari differenti dalla consulenza, che hanno talvolta poco o nulla a che vedere con la consulenza automatizzata, quanto piuttosto con il più ampio processo di digitalizzazione dei servizi finanziari.

Il fenomeno si manifesta infatti in forme differenti tanto nei tre settori complessivamente considerati (finanziario, assicurativo e creditizio), quanto soprattutto all'interno di quello di natura finanziaria che contempla il *genus* più am-

pio e maggiormente variegato di fattispecie in cui si ricorre all'utilizzo di strumenti per la prestazione del servizio di consulenza automatizzata o comunque per raccomandazioni automatizzate al cliente. Fattispecie però che non sempre coincidono o si esauriscono nella consulenza finanziaria vera e propria (intesa come servizio di investimento), bensì annoverano servizi latamente consulenziali, in quanto offrono servizi diversificati che talora spaziano dalla consulenza generica e dall'allocazione finanziaria per *assets* sino all'offerta di portafogli modello di investimento ed alla relativa gestione.

Il tenore volutamente ampio e generalizzato dell'*universus* considerato, pur nella estrema diversità della casistica presa in considerazione, è teso – nella prospettiva delle Autorità europee - ad includervi quindi ogni fattispecie riscontrata sul mercato che sia tale da ingenerare nel consumatore la percezione – corretta o erronea che sia – di ricevere un servizio di consulenza, a prescindere dall'esatto inquadramento del servizio medesimo.

Viene così posta in secondo piano la reale qualificazione giuridica, in ciascuna fattispecie concreta, di una raccomandazione come personalizzata, a favore della prospettiva soggettiva del destinatario del servizio prestato digitalmente, il consumatore, il quale potrebbe essere indotto dalle circostanze a considerare il servizio ricevuto come a lui adeguato.

Facendo così leva sulla finalità protezionistica del proprio mandato, le ESAs preferiscono optare per il comune significato del termine "consulenza", da intendere come un'opinione o raccomandazione per un'appropriata scelta di azione, nonché, di conseguenza, porre un *focus* sul fenomeno (ampio ed eterogeneo) della consulenza finanziaria automatizzata e non sulla prestazione del servizio di consulenza in sé, come codificato dal legislatore.

5. Va osservato che il campo monitorato dalle ESAs e l'impostazione del DP risentono di un errore di fondo che potrebbe alterare l'inclinazione delle lenti

d'ingrandimento usate per l'osservazione del fenomeno in questione, portando a derive interpretative ed applicative con riguardo ad entrambi i versanti, soggettivo ed oggettivo, coinvolti dalla prestazione del servizio di consulenza.

La chiave di lettura utilizzata per la delimitazione del perimetro indagato, rappresentata – come già precisato - da un ampio concetto di consulenza, rischia di creare diversi piani disallineati di intervento, generando ulteriore confusione su un settore già con diverse aree grigie.

In particolare, l'ampia prospettiva consulenziale favorisce un'alterazione dell'equilibrio raggiunto tra il sistema codificato, incentrato sulla raccomandazione personalizzata[29], ed altro realizzato a mezzo di *digital channels*, sommariamente ricondotto nell'alveo della consulenza, a prescindere dalla qualificazione giuridica del servizio concretamente prestato.

Un'operazione interpretativa che può avere conseguenze devastanti sul versante delle imprese *FinTech*, spesso non regolamentate e quindi non soggette ad alcun controllo[30].

Al riguardo si ricorda che le *start up*, nate in ambiente *FinTech*, non necessitano di autorizzazione se intendono prestare servizi informativi o di allocazione finanziaria che escludono la formulazione di raccomandazioni personalizzate con riguardo a determinati strumenti finanziari.

Il sistema di Mifid 1 ha tracciato precise linee di confine tra la consulenza

[29]Con riferimento alla delimitazione del servizio di consulenza in materia di investimenti all'indomani delle innovazioni introdotte con Mifid 1 si rinvia, *inter alia*, alle osservazioni di: AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo I, Cedam , 2010, 429; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, *Ibidem*, 597; CIRAOLO, *I caratteri del servizio di consulenza in materia di investimenti alla luce della normativa di recepimento della Mifid*, *Ibidem*, 649; Michele De Mari, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 393.

[30]Questa rappresenta un'altra pecca del DP che prende in considerazione solo gli *automated advice tools* utilizzati da soggetti abilitati alla prestazione dei servizi finanziari, lasciando fuori tutto uno spettro soggettivo, quello delle *start up* e delle imprese *FinTech*, che ha però invaso il mercato, in concorrenza con i *players* tradizionali.

finanziaria vera e propria da un lato e la consulenza generica[31] dall'altro che, se circoscritta nei limiti di cui ai *considerando* n. 81 e 82 direttiva 2006/73/CE, non identifica un'attività riservata, con tutte le implicazioni che ne derivano sul versante delle abilitazioni richieste esclusivamente per la prestazione di servizi di investimento.

Il discrimine indicato è stato confermato dal sistema di Mifid 2 [32], con la conseguenza che un soggetto può prestare un servizio (che – si precisa – non si identifica con la consulenza finanziaria vera e propria) liberamente esercitabile anche in assenza di autorizzazione qualora si limiti a svolgere attività di *asset allocation* o puramente informativa (in entrambi i casi non seguite da alcuna raccomandazione personalizzata).

A ben vedere, nella maggior parte dei casi le fattispecie diffuse sul mercato esulano dai margini della consulenza intesa in senso stretto come attività riservata. Solo pochi (sempre meno) *robo-advisor* offrono direttamente servizi di consulenza finanziaria[33], limitandosi negli altri casi a raccomandare portafogli modello, prestare servizi di gestione di preconfezionati portafogli di investimento, nonché servizi puramente informativi e/o di filtri informativi, con esclusione di raccomandazioni personalizzate su determinati strumenti finanziari (come invece richiesto dalla definizione ufficiale di Mifid 1 e 2[34]).

[31]Sulle distinzioni tra consulenza finanziaria specifica e consulenza generica si rinvia a: GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pacini Editore, 2012, 122 ss.; PARRELLA, *Consulenza in materia di investimenti*, in *L'attuazione delle Mifid in Italia,* a cura di D'Apice, 2010, 185 ss.

[32]Cfr. *considerando* n. 15 e 16 del Regolamento Delegato (UE) delle Commissione che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva [C(2016) 2398 final del 25 aprile 2016].

[33]Come già precisato, é la stessa denominazione convenzionale di *robo-advisor* a risultare fuorviante, in quanto lascia intendere il riferimento alla prestazione di un servizio di consulenza, laddove in realtà quello che viene prestato è un servizio che nella maggior parte dei casi è invece riconducibile alla gestione o alla consulenza generica (i.e. di allocazione finanziaria).

[34]Sulla definizione e sulla disciplina del servizio di consulenza nella Mifid 2, una prima lettura si deve a: SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla Mifid II alla prova dei fatti*, in *La Mifid II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di Troiano e

In questo contesto quali conseguenze potrebbero discendere sul versante soggettivo?

Il rischio che una società *FinTech,* priva di autorizzazione, possa essere sanzionata per esercizio abusivo di un'attività riservata, pur non intendendo prestare un servizio di consulenza, considerato invece tale alla stregua della prospettiva adottata dalle Autorità.

Le implicazioni, nel caso di specie, sarebbero sì dirompenti ed altererebbero l'equilibrio normativo degli interessi in gioco quale conseguenza di una sommaria qualificazione del servizio prestato.

E la situazione non migliora ove si faccia ricorso al *benchmark* della percezione del consumatore circa il servizio ricevuto. Una variabile indeterminata che destabilizza oltremodo l'ordine e la certezza delle regole applicabili in ciascuna fattispecie concreta.

Il criterio della percezione - sia essa corretta o distorta, falsamente ingenerata o giustamente creata – rischia di assurgere al rango di elemento discretivo tra un'attività riservata ed altra liberamente esercitabile, decretandone – ma solo *a posteriori* - l'applicabilità o meno di una determinata disciplina e di un annesso *kit* di regole (rispettivamente in tema di consulenza finanziaria e consulenza generica).

Il tema però non è del tutto innovativo, dal momento che, già all'indomani dell'adozione della Mifid 1 – che aveva promosso la consulenza da servizio accessorio a servizio di investimento ed aveva offerto per la prima volta una definizione espressa della relativa attività – era stato posto in evidenza tra le problematiche derivanti da una migliore comprensione del contenuto e dei margini definitori del servizio in questione.

In particolare, la rilevanza da attribuire o meno al criterio soggettivo della percezione del cliente in ordine al servizio ricevuto era stata sollevata nell'ambito delle osservazioni presentate in relazione al *Consultation Paper* del CESR dal titolo

Motroni, Cedam, 2016, 515; SCOLARI; *La consulenza finanziaria verso Mifid 2*, Ilmiolibro.it, 2015.

"*Understanding the definition of advice under MiFID*", pubblicato il 14 ottobre 2009[35].

Osservazioni che esprimevano preoccupazioni sull'uso di criteri soggettivi per la determinazione della rilevanza del servizio prestato come attività riservata o meno (nella specie, come consulenza finanziaria o meno)[36].

Le preoccupazioni in tal senso (circa la dipendenza dalla percezione dell'investitore) sono state parzialmente arginate dal Comitato mediante il riferimento non ad un generico cliente, bensì ad un "*reasonable observer*" e quindi facendo uso del criterio della ragionevolezza che dovrebbe essere di ausilio nel discriminare tra una raccomandazione personalizzata che integra gli estremi della consulenza di investimento e una semplice informazione[37].

Nel caso specifico del DP l'elemento di valutazione (i.e. la percezione del consumatore sul servizio ricevuto) utilizzato dalle ESAs produce invece come risul-

[35]La consultazione mirava a chiarire ed illustrare diverse situazioni che vedono impegnate le imprese a prestare o meno, a seconda dei casi, il servizio di consulenza.
Cfr. Ref. CESR/09-665, seguito sia da un *Feedback Statement* (Ref. CESR/10-294) del 19 aprile 2010, nel quale il Comitato ha risposto alle osservazioni ricevute, sia da un *set* di *Questions and Answers* (Ref. CESR/10-293), pubblicate in pari data.

[36]Cfr. *CESR/10-294, sub point 7 [Considering an investor's view of whether advice is being given: Concerns were expressed that CESR was using subjective criteria and – in particular – that a client's perceptions would be treated as determinative of whether investment advice was being given. CESR has revised its drafting and included text in the Introduction to the Questions and Answers to make clear that "if a recommendation is put forward in such a way that a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a client's circumstances or presented as suitable then – subject to the other four tests being met – this amounts to investment advice"].*

[37]Il concetto viene meglio esplicitato nelle citate Q&A (CESR/10-293) ove si legge (*sub point* 6 - 7): "*MiFID identifies the importance of presentation in determining whether investment advice is being given: one of the tests that the Directive sets out is whether a recommendation is presented as suitable, rather than whether it is actually suitable for the client. CESR believes that it is, therefore, important to take account of whether it would be reasonable to think that a personal recommendation is being made in determining whether investment advice is being given. So, if a recommendation is put forward in such a way that a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a client's circumstances or presented as suitable then – subject to the other four tests being met – this will amount to investment advice.*
Despite the fact that MiFID requires that all information addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading, CESR recognises that a particular client's understanding of the nature of the service he is receiving will not always be accurate. For this reason, whether or not a particular client feels that he is receiving a personal recommendation will not determine, on its own, whether or not investment advice is actually being given".

tato solo quello di rendere sempre più labile la distinzione netta tra il servizio quale attività riservata e l'attività di consulenza posta al di fuori del perimetro codificato, senza offrire elementi di chiarezza applicativa per gli operatori.

Tant'è vero che la prospettiva prescelta dalle ESAs non è stata condivisa dai partecipanti al mercato che nelle osservazioni presentate con riferimento al DP, hanno sollevato una serie di puntuali precisazioni e distinzioni in relazione tanto alla definizione di consulenza finanziaria automatizzata quanto al novero delle fattispecie da includere e specularmente di quelle da escludere dall'ambito monitorato, nonché – in particolare - all'uso del criterio soggettivo della percezione del consumatore[38].

L'appello è stato nella quasi totalità dei casi verso l'uso delle definizioni legali di consulenza (ovviamente ove ne ricorrano i presupposti normativi)[39] per evi-

[38]Chiara ed esemplificativa di questo orientamento la posizione manifestata da ESBG (*European Savings and Retail Banking Group*), la quale ha evidenziato che "*would like to make a general remark on the definition of automated financial advice. For reasons of simplification, ESBG suggests to just distinguish between consumer-facing tools and advisor-facing tools. Doing so can help to provide a much easier and clearer definition. ESBG supports the characterisation of automated advice tools as consumer-facing-tools in opposition to advisor-facing-tools which shall not be considered as automated advise.*
Apart from that, ESBG thinks that the more sophisticated ESA definition of financial advice tools needs to be modified in parts and should be further sharpened in other regards. According to the ESAs, three main characteristics are needed: (1) the consumer uses the automated tool directly without (or very limited) human intervention, (2) an algorithm uses information provided by the consumer to produce an outcome and (3) the output of the tool is, or is perceived by the consumer, as financial advice. On these points ESBG has the following comments.
A case that can be problematic under the current definition is the criteria of the customer's perception of getting advice. This can include cases where a financial service provider did not intend to provide advice. A practical example where this problem arises is the following: If a customer uses a self-service tool which helps to assess what amount of a consumption loan he/she can afford, this could already be seen as "advice" under the ESA definition. However, from the banking side it was not intended as financial advice but just as a bank service offering. In this context, and to avoid legal grey areas, it would need to be clearly determined when a recommendation/general information turns into "advice". Another example is the outcome of an automated tool which makes clear that the actual recommendation will be given after-wards by a human as the outcome of the automated tool does not specify the products (e. g. it only suggests target portfolios)".
Cfr. *ESBG response to ESA Discussion Paper Automation in Financial Advice* - JC 2015 080).
[39]Cfr. *Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01-March 2016: "*The OPSG is unsure about the focus of the paper on consumer perception and the broad application of the concept of advice to include anything that is perceived by consumers to be advice. The OPSG does not believe that output generated by an automated tool is per se*

tare ulteriori incertezze interpretative e frammentazione dei requisiti regolamentari.

6. Mitigare i rischi per il consumatore e nel contempo sfruttare i potenziali benefici derivanti dalle innovazioni tecnologiche nel settore dei servizi finanziari: questo l'obiettivo comune che Autorità ed Istituzioni si sono ripromessi di conseguire e che accomuna i diversi tavoli di lavoro aperti sinora. Obiettivo che può discendere solo da un bilanciamento dei due versanti coinvolti (benefici e rischi).

L'elemento della discordia è però rappresentato dal *quomodo* ovvero dalla soluzione migliore e più adatta a realizzare il giusto compromesso delle contrapposte esigenze che sottendono peraltro – in entrambi i casi – una significativa inci-

---

always financial advice.
It is important to use legally robust definitions to avoid uncertainty and subjective interpretations of when advice is provided. The discussion of advice should therefore be aligned with the definitions of advice provided under existing financial services legislation, ie a personal recommendation. It seems inappropriate for the ESAs to disregard the definitions under recently approved EU financial services legislation and to opt instead for a subjective and vague concept that lacks any real clarity over its potential scope. There is a clear difference between the provision of a personalised recommendation to a consumer, which is financial advice, and other services that simply provide information in an interactive way, allowing consumers to make a choice.
It is important when giving consideration to the concept of automated financial advice to only include those tools that involve the provision of a clear personal recommendation to a customer, and not those tools which serve only to provide automated information or 'guidance' to customers".
Di identico avviso anche EFAMA (*EFAMA's comments on the ESAs' Joint Discussion Paper on automation in financial advice* (del 4 marzo 2016) che ha precisato: "*We take note of the ESAs' very broad understanding of "advice" which not only encompasses the definitions of "advice" from the relevant existing sectorial legislations but also blurs this with the retail consumers' common perception of advice. It is important that this confusion is addressed. The ESAs should ensure a common terminology to describe financial advice rather than the confusing definitions of advice (pension advice, mortgage advice, investment advice, simplified advice, guidance, etc.) with different requirements and liabilities.*
We further believe that while automated financial advice tools should always provide for the same level of investor protection as any other type of advice, but note that the ESAs' assessment does not yet properly reflect these different levels of existing investor protection. When comparing the different sectors, it is important to note that some sectors already provide a very high-level of regulation in terms of investor protection, conflicts of interests and delegation/outsourcing. In this regard, it also should be noted that for certain parts of the activities regarding automated advice certain regulatory requirements might be applicable (e.g. the output of a tool might qualify as reception and transmission of orders in relation to financial instruments). It is important that any regulation regarding automated advice takes this into account in order to avoid more fragmentation of the regulatory requirements".

denza sul versante della tutela del consumatore.

Un punto però unisce le diverse posizioni: la risposta – di qualunque natura possa essere – deve evitare di ostacolare o soffocare l'innovazione, a favore di un approccio bilanciato che nel contempo protegga i consumatori e supporti le imprese *FinTech*[40].

Un obiettivo ambizioso quest'ultimo, che richiede la ricerca di un giusto equilibrio tra contrapposti interessi (i.e. neutralizzazione dei rischi ed esaltazione dei benefici) e che al momento non sembra ancora esser stato pienamente e diffusamente raggiunto[41].

In questo contesto si sono delineati due fronti di risoluzione, talora nettamente contrapposti.

Il primo, intravvedendo solo una minaccia per il sistema codificato dell'intermediazione finanziaria (intesa in senso lato) e delle attività riservate, nonché per la stabilità finanziaria del mercato nel suo complesso[42], sostiene fermamente la posizione rigorosa a favore di una nuova impalcatura regolamentare.

Il secondo orientamento invece, ponendo in rilievo le opportunità derivanti dalla digitalizzazione e considerata la "volatilità" degli scenari di mercato, in

[40]In questo senso si è espresso da ultimo anche Steven Maijoor (ESMA Chair) nel suo *speech* tenuto a Brussels il 16 novembre 2016 ("*How can we improve outcomes for investors in investment funds?*" – ESMA/2016/1579).

[41]Un'eccezione è rappresentata dal mercato inglese ove la FCA ha intrapreso un percorso diverso (c.d. *RegTech*) da quello europeo, teso ad eliminare - invece di introdurre - ulteriori orpelli burocratici, suscettibili di ostacolare l'accesso al mercato ed all'innovazione finanziaria di nuove *start up*, entrambe sollecitate attraverso un dialogo costante tra regolatore ed industria, unitamente ad un valido supporto per le imprese per il tramite di una Unit appositamente creata nell'ambito dell'*Authority*.

[42]Su questo versante si veda innanzitutto il *Financial Stability Board*, sulla cui posizione in merito a *FinTech* si rinvia *supra*.
A favore di un *framework* normativo – sebbene circoscritto al settore assicurativo - si è schierata anche l'EIOPA, il cui presidente Gabriel Bernadino, in uno *speech* tenuto a Francoforte il 18 ottobre 2016 ("*Exploring new horizons for the benefit of the citizens in the European Union*"), ha preannunciato per il prossimo anno una serie di tavole rotonde in tema di *InsurTech*, finalizzate al confronto tra i diversi *stakeholders* "*about the benefits and risks for consumers and the potential obstacles to good innovation practices. Ultimately this will contribute to the development of a regulatory framework that promotes the highest standards of consumer protection while not hindering innovation*".

perenne evoluzione, propone un approccio flessibile, propendendo ora per limitate modifiche normative al quadro disciplinare già esistente, ora per approcci più *soft*. Il tutto nella prospettiva di evitare di imbrigliare con altre ed ulteriori regole l'innovazione la quale, diversamente, perderebbe il carattere dell'opportunità di sviluppo e di crescita del settore dei servizi finanziari.

E' verso quest'ultima direzione che talune Autorità hanno cominciato ad indirizzarsi, riconsiderando la posizione iniziale a fronte dell'irreversibilità di un fenomeno rivoluzionario, inarrestabile e suscettibile di portare benefici ai consumatori, pur nella consapevolezza di eventuali e concomitanti rischi da gestire o neutralizzare.

Allora quale la risposta solutoria?

Dalle osservazioni sul DP è emerso che l'approccio regolamentare rappresenta il rischio più temuto dalla quasi totalità dei partecipanti al mercato, che hanno invitato con una risposta corale a prendere in considerazione opzioni alternative.

Eppure la direzione da intraprendere potrebbe palesarsi dalle risposte ai seguenti interrogativi.

Sono necessarie nuove regole per gestire il fenomeno in questione o lo strumentario normativo attualmente in vigore dispone già di mezzi utili al fine indicato?

Così se è vero che la legislazione vigente in materia consumeristica deve trovare applicazione a prescindere dal mezzo usato e dalla modalità di prestazione del servizio, è altrettanto vero che la stratificazione delle fonti normative che insistono sulla stessa materia e proliferano a dismisura è ormai eccessiva, sconcertante e sconfortante, tanto per gli interpreti quanto per gli operatori finanziari che devono applicarle, trasformandosi in una sorta di deterrente che disincentiva ed allontana da opportunità commerciali suscettibili di offrire benefici anche ai consumatori.

Una cosa è certa: il mercato non cammina, ma corre[43] e qualunque norma adottata nasce già vecchia o comunque è destinata a divenire presto obsoleta, se non è sorretta da un principio di neutralità tecnologica.

Del resto, ogni innovazione tecnologica – come già evidenziato - reca con sé una sfida per il regolatore, che spesso fornisce però risposte intempestive e quindi inefficaci, considerati i tempi eccessivamente lunghi e dilatati di comprensione del fenomeno, monitoraggio e vaglio di eventuali interventi a tutela del consumatore, a fronte di fenomeni soggetti a rapida mutazione.

Rischio cui si aggiunge poi quello derivante dalla contestuale pluralità delle iniziative in campo, unitamente ai diversi ambiti e soprattutto angoli di osservazione, sorretti da altrettante finalità – non necessariamente o perfettamente coincidenti – che potrebbero per un verso produrre riscontri non allineati, se privi di coordinamento, per altro verso allungare i tempi delle risposte a fronte di un mercato, come già ricordato, che cambia pelle e si evolve velocemente in più direzioni, rendendo inadeguata qualunque soluzione di natura regolamentare.

Sul primo versante, si è evidenziato[44] come il successo delle misure da intraprendere sarà determinato altresì dalla relativa considerazione unitaria con quelle promosse nel contesto della *Capital Markets Union*, cui viene riservato un grado di priorità.

E la Commissione europea è consapevole del pericolo di un eventuale disallineamento delle risposte solutorie, unitamente al rischio di frammentazione normativa nel contesto europeo, dal momento che, nell'ultima puntata del per-

[43]Del ritmo calzante che caratterizza il mercato e della velocità di cambiamento del *target* di volta in volta preso in considerazione dai regolatori, ne è pienamente consapevole anche l'Esma che evidenzia come "*assessing under a regulatory and supervisory point of view what FinTech brings to us is a challenging task. The European lawmakers and regulators are used to operate with a moving target. But, with FinTech, the target is moving at a fast pace and in many different directions*" [cfr. MAIJOOR, *Safeguarding investors is key to ensuring the Capital Markets Union's success* (ESMA/2016/1584 del 17 novembre 2016)].
[44]Cfr. MAIJOOR, *cit*.

corso della CMU[45], ha precisato che "in alcuni Stati membri le autorità di regolamentazione stanno sviluppando nuovi approcci per sostenere lo sviluppo delle imprese *FinTech*, ivi compresi quelli che forniscono orientamenti normativi o gruppi di lavoro che si occupano delle implicazioni delle *FinTech* in termini di politiche. La Commissione continuerà a promuovere lo sviluppo del settore delle tecnologie finanziarie e ad adoperarsi per assicurare che la regolamentazione arrivi ad un giusto equilibrio tra l'esigenza di favorire la fiducia delle imprese e degli investitori, di tutelare i consumatori e di creare lo spazio in cui il settore *FinTech* possa svilupparsi. *La Commissione collaborerà con le autorità europee di vigilanza (AEV), la Banca centrale europea, altri organismi di regolamentazione e gli Stati membri per sviluppare un approccio politico coordinato, che sostenga lo sviluppo delle tecnologie finanziarie in un contesto normativo appropriato*" [46].

6.1. A fronte di uno scenario dalle tinte ancora sfumate, i partecipanti alla consultazione sul DP a gran voce hanno richiesto un maggior uso del principio di neutralità tecnologica che evita di rendere desueta quella normativa nel passaggio da una "generazione" all'altra della consulenza e che quindi prescinda anche dal mezzo utilizzato per prestarla[47].

[45]Cfr. Comunicazione della Commissione europea su "*Unione dei mercati dei capitali – Accellerare le riforme*" [COM(2016) 601 final del 14 settembre 2016].

[46]Nonostante le rappresentate posizioni, il tema è stato altresì oggetto di lavori che esulano dai confini europei, involgendo dimensioni globali nelle quali mercati più maturi hanno ottenuto risposte più veloci.
A titolo esemplificativo, sul versante americano si ricorda dapprima l'intervento adottato l'8 maggio 2015 dalla SEC recante un *alert* per gli investitori nell'uso degli *Automated Investment Tools*, seguito a marzo 2016 dal *Report on Digital Investment Advice* emesso dalla FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).
Per un commento in tema di *robo-advice*, ove viene espressa una posizione critica in ordine all'approccio assunto dal Department of Labor ("DOL"), si rinvia a FEIN, *Robo-Advisors: a closer look*, del 30 giugno 2015, reperibile su *http://papers.ssrn.com.*
Altro intervento si registra sul versante australiano ove l'ASIC (*Australian Securities & Investment Commission*) a marzo 2016 ha pubblicato la *Regulatory Guide 255 – Providing digital financial product advice.*

[47]A sostegno di quest'orientamento si veda anche l'EIOPA (*Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01- March 2016), che ne offre una chiara

Il carattere neutro, dal punto di vista sia tecnologico che dei modelli commerciali, delle regole eventualmente adottate dovrebbe poi coniugarsi con un approccio regolamentare di supervisione alquanto flessibile[48], nella prospettiva di non ostacolare lo sviluppo di nuovi *digital channels* nella misura in cui possano favorire l'inclusione collettiva e l'accesso dei consumatori almeno ai servizi finanziari più essenziali.

Questo lo spirito che dovrebbe ispirare – a parere della Commissione per i problemi economici e monetari - in primo luogo ogni nuova iniziativa legislativa da adottare nel contesto del *Green Paper* sui servizi finanziari al dettaglio, nella prospettiva di creare e mantenere condizioni di parità. Spirito ritenuto peraltro "l'unico modo sano e sostenibile per perseguire tale obiettivo in un mercato in così rapida evoluzione"[49].

E la neutralità tecnologica non involge solo i *tools* utilizzati, suscettibili da un lato di pronta evoluzione, dall'altro di rapida obsolescenza, bensì anche le regole applicabili o *standard* normativi a tutela del consumatore che devono essere applicati a prescindere del mezzo utilizzato, riscoprendo gli strumenti offerti dalla legi-

---

motivazione, laddove precisa che "*given the benefits of the use of automated advice tools, the OPSG would expect the development of these tools to continue to grow in prominence. Their further development should be encouraged and care should be taken not to impede growth or stifle innovation through rules that are obstructive or become quickly out-of-date. It would not be advisable to establish prescriptive measures aimed at the standardisation of such tools, particularly where companies are developing innovative, interactive and engaging ways to help consumers understand financial issues".*

[48]Un appello all'adozione di un approccio flessibile proviene dall'EIOPA, *Feedback statement on EIOPA's Opinion on sales via Internet* (EIOPA-BoS-16/069 del 31 marzo 2016).

La posizione indicata viene altresì ribadita e meglio esplicata nell'ambito delle osservazioni presentate con riferimento al DP, ove vi si legge che "*as the use of automated advice in financial services varies greatly across EU member states, the OPSG acknowledges that a flexible approach is important for any follow-up that the ESAs may consider. Some markets are significantly more advanced than others with regard to the development and implementation of automated tools, which should be taken into account in order to fully realise their potential and to avoid stifling innovation*" (cfr. *Opinion of the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) on Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080) - EIOPA-OPSG-16-01- March 2016).

Sulla stessa linea si pone anche la Commissione europea nella comunicazione COM(2016) 855 *final*, cit.

[49]In questi termini si è espressa la Commissione per i problemi economici e monetari nel progetto di relazione sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio, presentato il 25 maggio 2016.

slazione già vigente o di prossima implementazione (i.e. Mifid 2 e IDD), sia di quella settoriale, sia di quella trasversale (quale quella relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori)[50].

In questo contesto la risposta di tipo regolamentare produrrebbe solo il risultato di infittire oltremodo la foresta normativa, pregiudicando e soffocando un fenomeno in crescita che offre molteplici opportunità per i consumatori di servizi finanziari.

L'alternativa auspicabile potrebbe invece essere quella che favorisca un maggior utilizzo di *best* o *good pratices*, di *guidelines* e di *recommendations* o comunque di misure di *soft law*[51], finalizzate piuttosto ad armonizzare ed omologare buone pratiche di cui potranno avvalersi gli stessi operatori che potrebbero utilizzarle come guida nella progettazione e nella realizzazione, come nell'uso di nuove tecnologie.

In definitiva, una sorta di "*robo advice governance*" che tracci un percorso e fornisca chiare indicazioni agli intermediari finanziari, anche in termini di responsabilità, a partire dalla stessa ideazione del *robo advisor* sino ad arrivare alla prestazione del servizio al cliente, nel rispetto di specifici requisiti di professionalità dei produttori dello stesso *robo advisor* e degli algoritmi sottostanti, nonché di requisiti di trasparenza delle informazioni fornite al cliente, relativa profilatura ed adeguatezza delle operazioni raccomandate. Il tutto a tutela del consumatore di servizi finanziari automatizzati, ma anche di condizioni omogenee di concorrenza tra operatori (*incumbents* e *new players*).

Possibili spazi di intervento nel senso da ultimo indicato si intravvedono a livello comunitario ove l'occasione viene offerta dal processo di definizione del sistema di Mifid 2, nel corso del quale l'ESMA si è riservata di intervenire nel pros-

[50]Su questa e su altre coordinate normative e non, suscettibili di applicazione con riguardo agli *automated advice tools*, mi sia consentito rinviare a PARACAMPO, *Nuove tecnologie e sfide regolamentari. Prospettive future per la tutela dell'investitore nella consulenza digitale*, in *MyAdvice*, n. 3/2015, 29.

[51]Esemplificative sono le misure preventive adottate sotto forma di *soft law* da alcune autorità nazionali con riferimento alla distribuzione di prodotti assicurativi *online*.

simo futuro con riferimento alla consulenza finanziaria prestata tramite *internet based channels,* a mezzo di specifiche linee guida o raccomandazioni di livello 3, ovvero strumenti di *soft law*, tali da offrire una guida per gli operatori del settore finanziario[52].

7. Solo di recente, quasi in concomitanza (a distanza di pochi giorni l'una dall'altra), sono state pubblicate le prime risposte e sciolte alcune riserve regolamentari, dando così seguito ai proclami diffusi in tal senso nei mesi scorsi.

Trattasi del *Report* delle ESAs in tema di consulenza finanziaria automatizzata[53] e dell'aggiornamento del sondaggio condotto dalla IOSCO sull'utilizzo di *automated advice tools*[54].

Entrambi sono sulla medesima linea e non intaccano con ulteriori regole il sistema attualmente codificato le cui disposizioni sono ritenute, allo stadio attuale, sufficienti a mitigare eventuali rischi ed a disciplinare il fenomeno della *robo-advisory*, sia essa totalmente automatizzata o caratterizzata dal più diffuso modello cd. ibrido, ovvero integrato dall'intervento umano.

Tuttavia, nel *Report* delle ESAs permangono sostanzialmente irrisolti i nodi

[52]Cfr. *Final Report – Esma's Technical Advice to the Commission on Mifid II and Mifir* – ESMA/2014/1569 del 19 dicembre 2014.

[53]Cfr. *Report on automation in financial advice*, 16 December 2016, reperibili sul sito *https://esa-joint-committee-europa.eu*

[54]L'Organizzazione Internazionale, dopo aver in qualche modo "snobbato" e liquidato velocemente il tema degli *automated advice tools* nel *report* del 2014 a motivo della scarsa diffusione sul mercato del fenomeno in questione [Cfr. *Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* (FR04/2014), su cui Paracampo, *Nuove tecnologie e sfide regolamentari. cit.*, 32 e 33], é tornata recentemente sui suoi passi con un lavoro aggiornato sul potenziale impatto di *FinTech* e della digitalizzazione sui mercati finanziari e sulla regolamentazione.
Il recente intervento dal titolo "*Update to the Report on IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report*" (FR15/2016), pubblicato il 21 dicembre 2016, in realtà non muta l'approccio iniziale della IOSCO che, nel rinnovare il sondaggio tra le autorità nazionali sulla scorta di un questionario stilato con riferimento ai profili più critici emersi nell'uso di *automated advice tools*, si è limitata a comparare le diverse posizioni assunte in ciascuna giurisdizione, assumendo però in definitiva una posizione a favore di un continuo monitoraggio, finalizzato ad aiutare i regolatori a comprendere l'impatto di detti *tools* sulla prestazione della consulenza in materia di investimenti ai clienti *retail*.

già evidenziati nel DP con riguardo all'eccessiva ampiezza del perimetro consulenziale, che le richiamate definizioni settoriali non sono in grado di sciogliere del tutto, specie con riferimento al criterio di percezione del consumatore circa il servizio ricevuto, che viene confermato *in toto*, nonostante le numerose osservazioni contrarie sollevate in consultazione. Profilo quest'ultimo che introduce un elemento di contradditorietà tra il richiamo della legislazione applicabile per le attività codificate e quelle considerate (*rectius*: percepite) tali sulla scorta di un criterio soggettivo, esponendo i *providers* a mancanza di chiarezza circa le regole applicabili.

Quella indicata rappresenta però una risposta preliminare, che per un verso fa tesoro solo di alcuni *feedback* ricevuti in fase di consultazione, ma che non esclude ulteriori indicazioni di diverso avviso, ove necessario, in considerazione di futuri sviluppi.

Nel frattempo tanto la IOSCO quanto le ESAs continuano a manifestare un impegno di costante monitoraggio del fenomeno già sotto osservazione, soprattutto con riferimento ad eventuali barriere allo sviluppo della consulenza automatizzata.

Maria Teresa Paracampo

Associato di diritto dell' economia

nell'Università degli Studi di Bari

L'APPROCCIO EUROPEO ALLA *SHARING ECONOMY* *

(The European approach to Sharing Economy)

ABSTRACT: *The sharing economy, born in the United States of America, covers a great variety of sectors (from sharing houses and car journeys, to domestic services) and is rapidly emerging across Europe.*

The sharing economy provides new opportunities for citizens and innovative entrepreneurs, provided that developed in a responsible way.

In Europe national and local existing rules and obligations are various and fragmented, and the European Commission is looking at providing clarity on applicable rules and policy recommendations to help businesses, citizens and EU member States fully benefit from the new business models and promote the balanced development of the sharing economy.

Indeed, The European institutions consider very important to encourage the development of new and innovative services, and the temporary use of assets, while ensuring adequate consumer and social protection.

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. Nascita ed evoluzione della *Sharing Economy* nel contesto statunitense - 3. *Sharing Economy* europea e statunitense a confronto - 4. I benefici della *Sharing Economy* … - 5. … E gli aspetti problematici - 6. Necessità di un quadro regolatorio efficace ma non soffocante – 7. L'approccio regolatorio europeo alla *Sharing Economy*.

1. Nell'era di internet la *Sharing Economy* è un modello "a formazione spontanea", nato e cresciuto molto rapidamente in mercati estremamente liberalizzati, soprattutto dal punto di vista regolatorio. In tale contesto, le transazioni per l'uso temporaneo di beni e servizi si svolgono in un mercato aperto creato dalle cosiddette piattaforme collaborative, che facilitano un ampio spettro di atti-

*Contributo approvato dai revisori.

vità trasversali (dalla condivisione di alloggi ai percorsi in automobile), condotte sia a scopo lucrativo che gratuito.

La *Sharing Economy* è fonte di nuove opportunità sia per gli imprenditori che per i consumatori, e rappresenta un *driver* importante per la crescita dell'Unione europea e per l'incremento dell'occupazione, purché incoraggiata e sviluppata in modo responsabile.

Se nei luoghi ove ha avuto origine la *Sharing Economy* le problematiche generate da tale tipo di attività si risolvono in modo abbastanza fluido, a causa degli spontanei meccanismi di difesa caratterizzanti un mercato estremamente libero e concorrenziale, nel nostro continente - il cui assetto regolatorio delle attività economiche è estremamente pesante, nonché diversificato a livello nazionale e locale - le questioni aperte sono numerose ed importanti. Le principali attengono ai requisiti di accesso al mercato, alla tutela dei consumatori, alla responsabilità, agli aspetti giuridici legati all'applicazione della disciplina in materia di lavoro e della normativa fiscale.

In tale contesto emerge l'importanza di evitare, da un lato, una regolamentazione pesante e frammentaria, che inibisca le prospettive di uno sviluppo florido e proficuo delle attività in questione, dall'altro, una totale assenza di disciplina. Un minimo comune denominatore di regole a livello europeo, possibilmente armonizzato, è essenziale per risolvere le suddette problematiche. Tali motivazioni hanno spinto recentemente la Commissione europea ad intervenire in materia con alcuni documenti non vincolanti, che hanno la funzione di guidare gli stati membri dell'UE per favorire uno sviluppo bilanciato della *Sharing Economy* nel nostro continente.

Lo studio analizza lo sviluppo ed i caratteri fondamentali della *Sharing Economy*, con particolare riguardo ai benefici economici e sociali dalla stessa generati. Lo stesso approfondisce, inoltre, alcune delle problematiche innanzi enunciate, evidenziandone una risposta risolutiva nell'approccio europeo. Individua, infine, in modo critico i caratteri dell'approccio europeo alla *Sharing Economy* fornito dalla

Commissione: una maggiore liberalizzazione in materia di autorizzazioni delle attività, l'armonizzazione delle regole nazionali, la valutazione caso per caso delle disposizioni applicabili in base al contesto ed alle caratteristiche delle singole attività che prenda, inoltre, in seria considerazione modelli regolatori di autodisciplina.

2. L'espressione "*Sharing Economy*" (economia condivisa), in continua evoluzione a causa dell'estrema fluidità e dinamicità che la caratterizzano, attualmente identifica modelli imprenditoriali nel cui ambito le attività sono agevolate da piattaforme di collaborazione che creano un mercato aperto per l'utilizzazione temporanea di beni o servizi spesso forniti da privati. La *Sharing Economy* implica il coinvolgimento di tre categorie di soggetti: i prestatori di servizi che forniscono beni, risorse, tempo e/o competenze come privati e su base occasionale ("pari") o nell'ambito della loro professione ("prestatori di servizi professionali"); gli utenti di tali servizi; gli intermediari che mettono in collegamento i prestatori e gli utenti e ne facilitano le transazioni attraverso piattaforme online (c.d. "piattaforme di collaborazione"). Le transazioni che avvengono nell'ambito della *Sharing Economy* possono essere effettuate a scopo di lucro o gratuitamente, e generalmente non comportano un trasferimento di proprietà[1].

Il suddetto modello economico è nato spontaneamente negli Stati Uniti d'America, trovando un ambiente molto florido anche sul continente asiatico, ed è cresciuto molto rapidamente, espandendosi in vari settori, quali – principalmente - il trasporto di persone, l'alloggio, i servizi alle famiglie, la finanza collaborativa e i servizi tecnici e professionali. Il mercato liberalizzato e concorrenziale nel quale si è sviluppata la *Sharing Economy* ne ha favorito una regolazione elastica, nel perseguimento di un'evoluzione equilibrata delle attività trasversali e proficua per il contesto economico e sociale in cui si sviluppa.

L'entusiasmo con cui è stato accolto questo nuovo modello economico e la

[1]Per tale definizione si veda la Comunicazione della Commissione europea del 2 giugno 2016 "*Un'agenda europea per l'economia collaborativa*", COM (2016) 356 final, p. 3, nella quale si utilizza l'espressione "economia collaborativa" al posto di "*Sharing Economy*".

rapida ascesa delle piattaforme collaborative sono stati spinti da due fattori chiave: le innovazioni tecnologiche e la flessibilità dal lato dell'offerta. Tali fattori hanno facilitato l'ingresso nel mercato dei fornitori, nonché la ricerca degli annunci da parte dei consumatori, consentendo altresì un grande contenimento delle spese generali di transazione.

Nonostante non manchino anche negli Stati Uniti voci che sottolineano l'importanza di un'armonizzazione del tessuto regolatorio del business tradizionale e dei servizi forniti nel contesto della *Sharing Economy*, mirata a tutelare i consumatori[2], il giudizio complessivo sull'impatto dell'economia condivisa sulla concorrenza appare senz'altro positivo[3].

3. Sebbene le piattaforme collaborative si stiano progressivamente diffondendo anche nell'Unione europea, quelle più grandi e rappresentative[4] generalmente sono nate negli Stati Uniti d'America e la loro sede legale permane in tale Stato, mentre quelle con sede nell'Unione europea sono principalmente riconducibili alla categoria delle piccole imprese[5].

Come risulta da una recente Comunicazione della Commissione europea sulle piattaforme online e sul mercato unico digitale[6], si stima che le piattaforme

[2]Cfr., in tal senso, WEST, KARSTEN, *Harmonizing regulations for sharing economy businesses*, in *Brookings*, https://www.brookings.edu/blog/techtank/2015/11/04/harmonizing-regulations-for-sharing-economy-businesses/, November 4, 2015. Si veda, inoltre, MACMURDO, *Hold the Phone! "Peer-to-Peer" Ridesharing Services, Regulation and Liability*, in 76 *Louisiana Law Review*, 2015, pp. 307 ss.; nonché RANCHORDAS, *'Does Sharing Mean Caring? Regulating Innovation in the Sharing Economy*, in 16 *Minnesota Journal of Law, Science & Technology*, 2015, pp. 413 ss.

[3] In particolare, ZERVAS, PROSERPIO, *The Rise of the Sharing Economy: Estimating the Impact of Airbnb on the Hotel Industry*, June 9, 2016, http://cs-people.bu.edu/dproserp/papers/airbnb.pdf , affermano: <<Our work provides empirical evidence that the sharing economy is making inroads by successfully competing with, differentiating from, and acquiring market share from incumbent firms.>>.

[4]Ci riferiamo, ad esempio, a Uber e Airbnb che operano, rispettivamente, nel settore del trasporto di persone e dell'alloggio.

[5]Naturalmente non mancano le eccezioni, come BlaBlaCar, che nata a Parigi - ove ha la sede principale - ha visto decuplicare il proprio giro d'affari in un paio d'anni, passando da 10 milioni di euro nel 2012 a 100 milioni nel 2014.

[6]*Le piattaforme online e il mercato unico digitale - Opportunità e sfide per l'Europa*, COM (2016) 288 final del 25 maggio 2016.

aventi sede nell'Unione europea - comprese quelle riconducibili al modello della *Sharing Economy* - ammontino solo al 4% della capitalizzazione totale di mercato delle più grandi piattaforme online di tutto il mondo, rappresentate in larga parte da quelle statunitensi.

Ad esempio, dalla sua fondazione nel 2008 Airbnb (piattaforma statunitense) è cresciuta in maniera iperbolica: i suoi utenti sono passati da 45.000 nel 2010 a 16 milioni nel 2015. Rispetto ai concorrenti con sede nell'UE - come Wimdu, 9flats o Gloveler - Airbnb offre un numero molto maggiore di offerte di affitto, superando di sette volte il principale concorrente Wimdu[7]. Inoltre, la stessa Airbnb sorpassa di gran lunga i concorrenti sotto altri aspetti, come ad esempio l'ammontare dei finanziamenti o il numero di paesi coperti dalla piattaforma.

Sebbene tali dinamiche possano essere generate dalle caratteristiche proprie di ogni piattaforma, appare corretto supporre che i contesti regolatori e di mercato nazionali e comunitari di Airbnb e Wimdu possano aver giocato un ruolo decisivo.

Rispetto a quelle aventi sede negli Stati Uniti, le piattaforme collaborative insediate nell'Unione europea devono affrontare ostacoli maggiori, sia in fase di *start-up* che in quella successiva di sviluppo dell'attività imprenditoriale. Le suddette barriere possono essere riassunte in tre categorie.

In primo luogo, l'Unione europea presenta un assetto regolatorio più frammentato rispetto a quello degli Stati Uniti, sebbene anche in quest'ultimo Paese sussistano regimi regolatori differenziati soprattutto a livello locale. La frammentazione del quadro regolatorio genera una grande incertezza, che soffoca lo sviluppo delle attività in questione.

Inoltre, in Europa la disponibilità del capitale di rischio è relativamente

[7]Wimdu è stata fondata in Germania. Tuttavia, anche nel mercato domestico le tendenze comparative nel *business development* tra le due piattaforme sono abbastanza simili. In una fase intermedia tra l'anno di fondazione (2011) e quello attuale, le ricerche su Wimdu costituivano circa i due terzi di quelle su Airbnb; successivamente, l'interesse per Airbnb è esploso mentre quello per Wimdu è rimasto più o meno costante. Si veda, in tal senso, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *European agenda for the collaborative economy* - supporting analysis, SWD (2016) 184 final, 2. 6. 2016, p. 9 s.

bassa rispetto agli USA, incrementando in misura minore gli investimenti nella *Sharing Economy*. Nei paesi europei gli investimenti totali nel 2014 ammontavano a 10,5 miliardi di dollari, mentre negli Stati Uniti raggiungevano i 52 miliardi di dollari: ciò equivale, rispettivamente, al 12% e al 60% di investimenti a livello mondiale.

Infine, le differenze culturali (in particolar modo linguistiche) sussistenti nell'Unione europea hanno inevitabilmente un impatto negativo sulle piattaforme ricche di contenuti, quali quelle che operano nella *Sharing Economy*, costituendo un serio ostacolo alla circolazione fluida di informazioni in rete.

Al contrario, alcune caratteristiche strutturali dell'economia dell'Unione europea possono incrementare lo sviluppo della *Sharing Economy*.

Sotto tale aspetto, il modello in questione ha dato maggiore impulso al commercio elettronico nel settore dei servizi, prestati in larga parte al di fuori del web. Lo sviluppo degli stessi necessita di un larghissimo numero di fornitori e di utenti i quali, generalmente, risiedono nelle aree urbane. Da tale punto di vista, l'Unione europea è avvantaggiata rispetto agli Stati Uniti, in quanto presenta una maggiore densità di popolazione ed è maggiormente urbanizzata.

4. Passando all'esame dei benefici del modello economico esaminato, la crescita e la promozione responsabile della *Sharing Economy* rappresentano delle nuove opportunità sia per gli imprenditori che per i consumatori, e costituiscono degli strumenti importanti per l'incremento dell'occupazione. Inoltre, il modello in questione ha permesso agli individui di fare uso in modo collaborativo di risorse sottoutilizzate tramite la condivisione basata su una remunerazione, spingendo molti consumatori ad utilizzare i servizi offerti.

Ad esempio, alcuni studi hanno esaminato gli effetti positivi della diffusione del *car-sharing* in termini di sostenibilità, riscontrando una riduzione significativa delle distanze percorse, del consumo di carburante, nonché delle auto di pro-

prietà[8]. Analogamente, con riferimento alle piattaforme che operano nel settore dell'affitto di alloggi è stato rilevato un impatto sociale altamente positivo sull'industria alberghiera[9].

In definitiva, le piattaforme online assumono una funzione centrale nella vita economica e sociale, ravvivando il mercato attraverso un miglior collegamento tra fornitori e consumatori di beni e servizi favorito dall'accesso alle informazioni sul web. Le stesse hanno, dunque, un ruolo chiave anche nell'innovazione e nella crescita del Mercato unico digitale, aumentando il potere di scelta dei consumatori, migliorando l'efficienza e la competitività delle imprese e, potenzialmente, anche rilanciando la partecipazione civile nella società[10].

5. Gli effetti positivi della *Sharing Economy* sul piano economico, che esigerebbero un'evoluzione delle piattaforme libera da vincoli normativi, incontrano tuttavia una serie di problematiche innescate dallo sviluppo di un modello economico che esula dagli schemi di attività tradizionalmente regolati. Lo stesso attenua le differenze tra consumatori e prestatori di servizi, prestazione di servizi a titolo personale o professionale, lavoratori autonomi e subordinati. Tale circostanza, insieme all'estrema frammentazione e diversità della normativa a livello nazionale e locale, causa una notevole incertezza sulle regole applicabili, nonché sui diritti e sugli obblighi dei soggetti partecipanti alla *Sharing Economy*.

Al tempo stesso, il carattere evanescente della *Sharing Economy* favorisce

[8]Cfr., in particolare, CERVERO, GOLUB, NEE, *City CarShare: Longer-Term Travel Demand and Car Ownership Impacts*, Transportation Research Record: *Journal of the Transportation Research Board*, 2007, 1992(1), pp. 70 ss.; nonché MARTIN, SHAHEEN, LIDICKER, *Impact of Carsharing on Household Vehicle Holdings*, Transportation Research Record: *Journal of the Transportation Research Board*, 2010, 2143(1), pp. 150 ss. In generale, a proposito del rapporto positivo tra economia collaborativa e sostenibilità, si veda HEINRICHS, *Sharing Economy: A Potential New Pathway to Sustainability*, in *GAIA*, 2013, 22/4, pp. 228 ss. In merito ai dubbi ed alle controversie generate dal fenomeno "Uber" si veda, invece, DI AMATO, *Uber and the Sharing Economy*, in *The Italian Law Journal*, 2016, Vol. 2, No. 1, pp. 177 ss.

[9] Cfr. ZERVAS, PROSERPIO, *The Rise of the Sharing Economy: Estimating the Impact of Airbnb on the Hotel Industry*, cit.; nonché JUUL, EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *The sharing economy and tourism*, European Union, September 2015.

[10]Cfr. Comunicazioni COM (2016) 356 final e COM (2016) 288 final, cit.

la mancata applicazione della regolazione che tutela l'interesse pubblico.

Sul piano pratico, al fine di una corretta regolazione delle attività svolte nell'ambito della *Sharing Economy* ciascuna relazione (piattaforma-utente; piattaforma-prestatore di servizi; prestatore di servizi-utente) deve essere valutata separatamente. In considerazione del fatto che per il diritto dell'Unione europea solo le attività retribuite costituiscono un'attività economica[11], alcune disposizioni (e, precisamente, quelle relative alle attività economiche) potrebbero trovare applicazione solo nei casi di rapporti retribuiti, e non in quelli di mera condivisione dei costi o a titolo gratuito.

Le principali problematiche che pone il modello di *Sharing Economy* attengono ai requisiti di accesso al mercato, all'inquadramento dei rapporti di lavoro sul piano giuridico, ai profili della responsabilità, alla tutela dei consumatori e all'applicazione della normativa in materia fiscale[12].

Per quanto riguarda i requisiti di accesso al mercato, considerato che le imprese che operano nell'ambito della *Sharing Economy* si inseriscono in mercati finora serviti da prestatori di servizi tradizionali, è molto importante stabilire se le stesse siano soggette, e in quale misura, ad autorizzazioni, requisiti minimi di qualità o obblighi di licenza. Tali requisiti se, da un lato, garantiscono l'affidabilità e l'idoneità delle prestazioni, nel caso in cui siano sproporzionati rischiano di eliminare dal mercato imprese non paragonabili a quelle tradizionali dal punto di vista dell'organizzazione, del capitale disponibile e dei servizi resi.

Di conseguenza, in base al diritto dell'Unione europea, i requisiti di accesso al mercato devono essere giustificati e proporzionati, in considerazione delle caratteristiche e specificità dei singoli modelli di attività e nel pieno rispetto del principio di non discriminazione.

In relazione alle problematiche relative all'inquadramento dei rapporti di

[11]Cfr. causa C-281/06, Jundt, Racc. 2007, pag. I-12231, punti 32, 33.
[12]Per un esame approfondito del panorama relativo agli aspetti menzionati nei diversi ambiti europei si vedano, in particolare, i vari studi commissionati dalla DG Crescita della Commissione europea, http://ec.europa.eu/growth/single-market/strategy/collaborative-economy_it.

lavoro sul piano giuridico, l'economia collaborativa consente agli individui di lavorare con modalità flessibili, permettendo a tali soggetti di essere economicamente attivi in condizioni di indisponibilità di forme tradizionali di occupazione. Tale situazione determina un'estrema incertezza sui diritti applicabili, anche in materia di tutela sociale. Nel contesto della *Sharing Economy* spesso singole attività svolte occasionalmente sostituiscono le prestazioni lavorative regolari tipizzate a livello normativo, e risulta veramente difficile individuare le disposizioni eventualmente applicabili.

Passando alle problematiche relative ai profili di responsabilità delle attività esercitate nell'ambito della *Sharing Economy*, i problemi più comuni riguardano la correttezza nei rapporti commerciali tra le piattaforme online e i fornitori di beni e servizi, nonché il ruolo delle piattaforme nella lotta ai contenuti illegali online. Se i profili della responsabilità contrattuale ed extracontrattuale sono prevalentemente disciplinati dal diritto nazionale, ai sensi del diritto dell'Unione europea le piattaforme, in qualità di fornitori intermediari di servizi della società dell'informazione, sono esonerate dalla responsabilità per le informazioni memorizzate nel caso in cui il ruolo della piattaforma sia di ordine meramente tecnico, automatico e passivo[13]. Viceversa, nell'ipotesi in cui la piattaforma di collaborazione svolga un ruolo attivo che le conferisca la conoscenza, il controllo o la consapevolezza delle informazioni illecite, o qualora ottenga comunque tale conoscenza o consapevolezza, la stessa ha il dovere di agire immediatamente per cancellarle o per disabilitare l'accesso alle stesse[14].

In ordine alla tutela dei consumatori, le problematiche più rilevanti attengono alla qualificazione delle attività svolte dai prestatori nell'ambito della *Sharing Economy*, nonché alle modalità di reperimento e di utilizzazione dei dati. Mentre la normativa dell'Unione europea in materia di tutela dei consumatori trova applicazione esclusivamente nel caso di servizi ed attività svolti a titolo professionale, le

[13]Si veda l'art. 14 della direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico.
[14]Cfr. la sezione 4 della direttiva 2000/31/CE , cit.

piattaforme collaborative sono tenute in ogni caso al rispetto della disciplina sul trattamento dei dati personali.

Infine, per quanto riguarda le problematiche relative all'applicazione della normativa fiscale, sono emerse difficoltà nell'identificazione dei contribuenti e dei redditi imponibili, nonché nella raccolta di informazioni sui prestatori di servizi; inoltre, la mancanza di armonizzazione della normativa fiscale e delle prassi amministrative dell'Unione europea, nonché uno scambio insufficiente di informazioni, favoriscono la sottoposizione a regimi fiscali particolarmente favorevoli di alcune imprese, soprattutto nel settore digitale.

L'economia collaborativa ha creato, peraltro, nuove opportunità per favorire la riscossione delle imposte da parte delle alle autorità fiscali ed il pagamento delle stesse da parte dei contribuenti, soprattutto per mezzo della maggiore tracciabilità delle operazioni consentita dall'intermediazione delle piattaforme online. Alcuni Stati membri hanno addirittura concluso accordi con le piattaforme per la riscossione delle imposte: in tale settore, i meccanismi di cooperazione volontaria possono avere effetti molto vantaggiosi.

6. Affinché l'Europa possa sfruttare appieno i vantaggi della *Sharing Economy* e stimolarne una crescita equa ed equilibrata è essenziale un quadro giuridico armonizzato a livello di Unione europea. Inoltre, al fine di garantire l'effettiva parità di concorrenza tra tutti gli operatori, le piattaforme collaborative devono assicurare l'applicazione della normativa dell'Unione europea relativa alla tutela dei dati personali e dei consumatori, alle libertà del mercato unico e alla concorrenza, in modo da favorire un clima di fiducia per interagire senza timori con le piattaforme online.

Gran parte dell'attenzione degli studiosi che si sono occupati del fenomeno della *Sharing Economy* nell'Unione europea si è rivolta all'individuazione delle misure necessarie in materia di regolazione affinché il modello in questione possa

svilupparsi in modo equo e sostenibile[15].

In primo luogo, appare indispensabile ridurre la frammentazione del tessuto regolatorio a livello nazionale, settoriale e locale, in quanto il rispetto di una normativa estremamente eterogenea rappresenta un costo altissimo per l'espansione della *Sharing Economy* e, conseguentemente, il suo ostacolo principale.

Affinché l'economia collaborativa possa svilupparsi in un ambiente regolatorio neutrale sembra, inoltre, necessario che la regolazione dell'UE sia chiara, ridotta al minimo e adeguata alle caratteristiche concrete, in modo da consentire la parità di condizioni tra le piattaforme e le imprese tradizionali nel rispetto della disciplina essenziale in materia di tutela dei consumatori. Il veicolo essenziale dello sviluppo economico del settore è rappresentato, infatti, dalla fiducia degli utenti, che vanno tutelati in modo adeguato a livello normativo.

Con specifico riferimento alla tutela dei consumatori, la dottrina ritiene che gli strumenti del mercato della *Sharing Economy* – la competizione, i meccanismi reputazionali, le innovazioni tecnologiche – siano generalmente preferibili rispetto ad una regolazione stringente del settore. In particolare, le informazioni sul web sostituirebbero la c.d. "regolazione preventiva" – che stabilisce i requisiti di accesso al mercato – rafforzando, in tal modo, la tutela del consumatore ed attenuando sensibilmente la sua posizione di debolezza nei confronti delle imprese che operano nella *Sharing Economy*. In presenza delle garanzie rappresentate dalla fitta comunicazione delle informazioni in rete, la regolazione preventiva sarebbe addirittura dannosa per il consumatore, poiché in certi casi impedirebbe allo stesso di fruire dei servizi migliori. In caso di eventi accidentali, la tutela dei

[15]Cfr. DEMARY, ENGELS, Cologne Institute for Economic Research, *Collaborative Business Models and Efficiency - Potential Efficiency Gains in the European Union*, European Commission Impulse Paper n. 7, 29 April 2016, p. 27 ss.; PODSZUN, KREIFELS, *Digital Platforms and Competition Law*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2016, Issue 1, pp. 33 ss.; SMORTO, *Verso la disciplina della sharing economy*, in *Mercato, concorrenza e regole*, n. 2, 2015, p. 245 ss.; ID., *I contratti della sharing economy*, in *Foro italiano*, 2015, V, 222 ss.; KASSAN, ORSI, *The Legal Landscape of the Sharing Economy*, in *Journal of Environmental Law and Litigation*, 2012, Is. 27, pp.1 ss.

consumatori continuerebbe ad essere garantita dalle disposizioni in materia di tutela contrattuale e responsabilità civile, nonché dalle garanzie giurisdizionali ed assicurative[16].

Anche la Commissione europea, dopo aver analizzato le problematiche principali sollevate dalla *Sharing Economy*[17], ha fornito orientamenti concreti per adeguare la disciplina esistente ad un settore così dinamico ed in rapida evoluzione.

In base alle indicazioni fornite nella comunicazione "*Un'agenda europea per l'economia collaborativa*"[18] e relative ai requisiti di accesso al mercato, gli stessi dovrebbero essere richiesti ai prestatori di servizi solo se strettamente necessari per soddisfare obiettivi di interesse generale, mentre le piattaforme non dovrebbero essere soggette ad autorizzazioni o licenze nel caso in cui agiscano solo da intermediari tra i consumatori e coloro che offrono realmente il servizio. Analogamente, si dovrebbe ricorrere ai divieti di svolgimento di attività solo in casi assolutamente eccezionali. Inoltre, al fine della sottoposizione ai requisiti di accesso al mercato, gli Stati membri dovrebbero distinguere i privati che offrono servizi occasionalmente dai prestatori che operano in qualità di professionisti, eventualmente utilizzando delle soglie basate sul livello di attività.

Per quanto riguarda la configurazione delle prestazioni al fine della disciplina in materia di lavoro, la Commissione suggerisce agli Stati membri di utilizzare criteri quali la natura del lavoro, il rapporto di subordinazione con la piattaforma e la retribuzione al fine di individuare i lavoratori subordinati di una piattaforma.

In ordine ai profili della responsabilità, la Commissione ritiene che le piattaforme dovrebbero essere responsabili per tutti i servizi offerti dalle stesse (e non per quelli in relazione ai quali forniscono una mera intermediazione), e le incorag-

[16]Per tali considerazioni cfr., in particolare, KOOPMAN, MITCHELL, THIERER, *The Sharing Economy and Consumer Protection Regulation: The Case for Policy Change*, in *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*,Vol. 8, Is. 2, 2015, pp. 529 ss.; nonché SMORTO, *The Sharing Economy as a Means to Urban Commoning*, in *Comparative Law Review*, Vol. 7, Is. 1, 2016, pp. 1 ss.
[17]Si veda il paragrafo precedente.
[18]COM (2016) 356 final, cit.

gia ad ampliare le iniziative su base volontaria contro i contenuti illeciti online e a favore di un incremento della fiducia da parte degli utenti.

Al fine di tutelare i consumatori e, al tempo stesso, di preservare eque condizioni di mercato nell'ambito della *Sharing Eco*nomy, per la Commissione i Paesi membri dovrebbero garantire un livello alto di tutela contro i comportamenti commerciali sleali e, contemporaneamente, non gravare i prestatori occasionali di servizi di obblighi sproporzionati.

In fine, con riferimento agli aspetti fiscali, la Commissione incoraggia gli Stati membri ad intensificare l'attività di semplificazione e di interpretazione dell'applicazione delle disposizioni fiscali al settore della *Sharing Economy*, nonché le piattaforme a rafforzare la collaborazione volontaria con le autorità nazionali per la registrazione delle attività economiche e la riscossione delle imposte.

7. Se è assai difficoltosa un'azione delle istituzioni dell'Unione europea relativa alla scarsa disponibilità di capitale e alle differenze culturali sussistenti in Europa, l'attenzione della Commissione europea si è rivolta principalmente alle problematiche relative alla regolazione, che rappresentano senza dubbio il principale punto debole di una crescita equa e bilanciata dei modelli imprenditoriali nati con la *Sharing Economy*.

La Comunicazioni 288 e 356 del 2016 costituiscono i primi documenti conclusivi di una fase intermedia di osservazione ed approfondimento del fenomeno in questione in seno alle istituzioni europee, alla quale dovrà necessariamente seguire un'azione di gestione e risoluzione delle relative problematiche[19].

La frammentazione del mercato a causa delle diverse normative nazionali e locali rappresenta un grave ostacolo per lo sviluppo sostenibile della *Sharing Eco-*

[19]Tra le iniziative di studio ed osservazione che hanno preparato le predette Comunicazioni si vedano il report Flash Eurobarometer 438, *The use of collaborative platforms*, European Union, March 2016, nonché il rapporto della Commissione europea sulla consultazione pubblica svolta tra settembre 2015 e gennaio 2016 *Synopsis Report on the Public Consultation on the Regulatory Environment for Platforms, Online Intermediaries and the Collaborative Economy*, 25. 5. 2016, https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/full-report-results-public-consultation-regulatory-environment-platforms-online-intermediaries

nomy nell'Unione europea, causando effetti negativi sia per gli operatori del mercato affermati che per i nuovi entranti.

Tale situazione non poteva passare inosservata all'occhio delle istituzioni europee.

Innanzitutto, sembra che l'approccio della Commissione nei confronti del nuovo modello economico sia più pragmatico che teorico. Anziché dedicarsi alla tipizzazione del modello della *Sharing Economy* sotto il profilo contrattuale, per poi ipotizzarne una regolazione adeguata, si è preferito partire dall'osservazione sul piano pratico delle caratteristiche concrete assunte dalle singole piattaforme e dalle attività intermediate, nei diversi ambiti settoriali.

Da tale punto di vista, la Commissione sembra avere un approccio nuovo e pare affrontare le problematiche e le sfide poste dalla *Sharing Economy* in modo consono alla natura della stessa.

Il fenomeno qualificato con l'espressione *Sharing Economy* è senz'altro un nuovo modello di attività economica che, come tale, è caratterizzata da un estremo dinamismo. La velocità con cui si evolvono e si modificano le piattaforme e le attività dalle stesse intermediate implica la necessità di una disciplina molto elastica e pronta ad adeguarsi ai repentini cambiamenti della materia e all'ambito interstatale degli scambi.

Nell'economia ciò che emerge dal punto di vista regolatorio è il c.d. *need for a rule*, ovvero il bisogno di regolazione connaturato all'essenza dello stesso fenomeno economico, il quale, per potersi sviluppare in modo repentino e, al tempo stesso, equo e bilanciato, necessita di un'adeguata disciplina. Tale disciplina non deve, tuttavia, rappresentare necessariamente una regolazione di tipo tradizionale, ovvero proveniente da un'autorità esterna, ma può sorgere anche all'interno del tessuto economico, provenendo dagli stessi soggetti che esercitano l'attività, oppure può assumere un carattere misto di entrambi i tipi di disciplina.

Affinché la regolazione sia rispettata non deve essere ritenuta eccessiva, oppressiva e difficile da applicare se non a costi spropositati. Gli operatori devono,

viceversa, condividerla, considerandone l'applicazione veicolo di maggiore prosperità a causa dei positivi effetti reputazionali. Solo così la stessa risulterà adeguata e non soffocante, quindi in grado di gestire il dinamismo delle attività economiche in questione e di orientarle e condizionarle in modo virtuoso.

Riteniamo che i suddetti effetti si possano ottenere grazie a regole di comportamento che non debbano avere necessariamente carattere vincolante, ma debbano essere altamente *condizionanti*, indipendentemente dal carattere obbligatorio e dalla provenienza, pubblica o privata. La condivisione della regola e l'intrinseco effetto reputazionale positivo che la sua applicazione comporta sul piano comunicativo ne assicurerebbero la sua effettiva applicazione meglio di qualsiasi sanzione prevista per il mancato rispetto di disposizioni vincolanti[20].

L'approccio più giusto ed equo appare, allora, un approccio regolatorio di tipo "*bottom-up*" - eventualmente recepito dalla disciplina nazionale e locale - l'unico realmente capace di essere condiviso dagli stessi stakeholders che si muovono sul terreno della *Sharing Economy*.

Ci sembra che una simile disciplina possa riuscire a condizionare ed orientare realmente le piattaforme collaborative, soprattutto a causa dell'importanza del fattore reputazionale, aspetto fondamentale per la floridità di un settore che fa della comunicazione la sua stessa essenza.

La Commissione sembra aver ben compreso tali connotati della *Sharing Economy*: dalle predette comunicazioni emerge che in base ad una chiara individuazione dei problemi relativi alle diverse attività delle piattaforme, nonché ad una valutazione approfondita della regolazione esistente, la stessa considererà la necessità di misure politiche mirate attinenti alla regolazione amministrativa e incoraggerà le piattaforme online ad adottare misure di autoregolamentazione coordinate a livello di Unione europea, eventualmente integrandole con un'adeguata disciplina proveniente dall'autorità pubblica.

[20]Si pensi agli effetti disastrosi in termini di perdita di utenti (e conseguentemente diminuzione del giro d'affari) che possono provocare le cattive recensioni dovute al mancato rispetto della correttezza nei rapporti gestiti dalle piattaforme o ad una condotta irresponsabile degli operatori.

L'auto-regolamentazione e la co-regolamentazione possono realizzare i risultati migliori al fine di agevolare lo sviluppo equilibrato della *Sharing Economy* nell'UE, consolidando o integrando la normativa esistente.

In tal modo, sia gli imprenditori che i consumatori dell'UE dovrebbero trarre beneficio da un ambiente regolatorio favorevole ed innovativo all'attrazione, alla permanenza ed alla crescita bilanciata e sostenibile delle piattaforme online.

In conclusione, al momento attuale la risposta politica delle istituzioni europee alla *Sharing Economy* che si ricava dai documenti più recenti sembra incentrata sui seguenti principi: parità di condizioni per le attività comparabili sul piano pragmatico; garanzia di un comportamento responsabile delle piattaforme collaborative a tutela dei valori fondamentali; promozione della fiducia e della trasparenza e garanzia di equità; promozione di un mercato aperto e non discriminatorio al fine di favorire un'economia fondata sullo scambio di dati.

Susanna Quadri

Associato di diritto internazionale

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

BANCHE, NON-BANCHE E *SOCIAL NETWORK*: QUALE DISCIPLINA? *

(Banks, non-banks and social networks: how to regulate them?)

ABSTRACT: *The competition among traditional financial operators, such as banks, and new entities wishing to intermediate money is now mainly played on the internet. Social networks are among the businesses which may undermine banking primacy. Social networks have entered the money intermediation market from the (apparently) secondary entrance of the performance of payment services. Social networks therefore are expanding the already wide notion of non-bank, by also radicalizing its diversity: social networks can simultaneously mediate goods, services and the money to purchase them. Moreover, they have "inside" information and are not bound to compete with traditional banks to acquire customers because they already have the mas "users".*

The paper aims to verify whether the rules for payment and electronic money institutions are suitable to regulate the phenomenon. In addition, the paper aims to identify the most important issues that are to be addressed: the rules applicable to contractual relations between users and providers; the application of the principle of territoriality of the law (and, therefore, jurisdiction related issues) and the complex questions arising out of asset segregation.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Non-banche e piattaforme sociali. - 3. Alcune questioni giuridiche poste dai social network che prestano – e sempre più presteranno – servizi di pagamento. - 4. La forma della *non-banca social* è quella dell'IMEL? - 5. Un'osservazione (non) conclusiva: una disciplina da completare. - 6. Una seconda osservazione (non) conclusiva: rivincita o tramonto della vigilanza per soggetti?

1. Il concetto di *non-banca* copre un'area molto ampia, in continua espan-

*Contributo approvato dai revisori.

sione, e che identifica soggetti diversi (dalle banche, ma anche tra loro) i quali esercitano attività che non possono definirsi bancarie, né finanziarie, almeno non nel senso individuato dalla migliore dottrina[1]. Sono attività che possono avere a che fare, in tutto o in parte, con la raccolta di risparmio, ma si tratta, è bene evidenziarlo immediatamente, di una raccolta *sui generis* e funzionale al conseguimento di obiettivi atipici (prestazione di garanzie, movimentazione di capitali e, su tutte, servizi di pagamento).

Pertanto la definizione di *non-banca* non può che essere offerta in negativo, avendo riguardo a quei soggetti che, pur svolgendo alcune funzioni assimilabili a quelle bancarie, non sono disciplinati dalle leggi bancarie. Del resto, una banca è tale se è la legge a dirlo e, tendenzialmente, le leggi di tutti i paesi economicamente sviluppati prevedono che un'impresa possa dirsi bancaria ove raccolga depositi ed eroghi credito[2].

Nonostante ciò siamo abituati a considerare "bancari" una serie di servizi ancillari, non tipicamente bancari, che rivestono decisiva e crescente importanza nell'economia e nell'esperienza quotidiana. Tra di essi vanno ricompresi i servizi di pagamento e, in particolare, quelli prestati con il *medium* della moneta elettronica che possono essere offerti dalle banche, ma rispetto ai quali non vi è una riserva di attività, potendo essi essere prestati da soggetti diversi (*i.e.* Istituti di pagamento e

[1]Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 10*, in Capriglione, *Commentario al testo unico bancario*, III ed., Padova, 2012, p. 114 ss.; FERRO-LUZZI, *Attività e "prodotti" finanziari*, *Riv. Dir. Civ.*, 2010, p. 20133 ss.

[2]È a tutti noto il contenuto dell'art. 10 del t.u.b. Nel Regno Unito, banca è «a firm with a Part 4A Permission to carry on the regulated activity of *accepting deposits* and is a *credit institution*»; in Francia, secondo l'art. L511-1 del *Code monétaire et financier*: «Les établissements de crédit sont les entreprises dont l'activité consiste, pour leur propre compte et à titre de profession habituelle, *à recevoir des fonds remboursables* du public mentionnés à l'article L. 312-2 et *à octroyer des crédits* mentionnés à l'article L. 313-1»; in Spagna, per l'art. 1 della Ley 10/2014: «Son entidades de crédito las empresas autorizadas cuya actividad consiste en *recibir del público depósitos* u otros fondos reembolsables y en *conceder créditos* por cuenta propia»; in Germania, l'art. 1 del Kreditwesengesetz individua come attività proprie delle banche, ai numeri uno e due di un più ampio elenco, la raccolta di depositi (*Pfandbriefgeschäft*) e la concessione di prestiti (*Kreditgeschäft*). La chiarezza del dato normativo rende in questa sede superfluo ulteriori rinvii alla dottrina. Esiste, forse, solo un problema di coordinamento con il diritto comunitario in cui la nozione di banca è sostituita da quella di «ente creditizio», nozione che comprende, da un lato, le imprese «la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto» e, dall'altro lato, gli IMEL.

di moneta elettronica).

Secondo la Banca dei regolamenti internazionali, infatti, il termine *non-banca* è un'espressione convenzionale che designa i soggetti che prestano servizi di pagamento, ma che non raccolgono depositi e non concedono crediti[3]. La definizione, pur autorevole, è talmente ampia che rischia di provare troppo, nel senso che, rigidamente intesa, induce a ritenere che *non-banche* siano esclusivamente i prestatori di servizi di pagamento "istituzionali", soggetti che, pur diversi dalle banche, siano autorizzati e vigilati nel loro ambito di attività (e che godano quindi della riserva di attività, pur se relativa e non assoluta, in quanto condivisa con le banche).

La definizione della BIS, allora, non convince fino in fondo. È del resto noto come, in concomitanza con i fenomeni critici degli ultimi anni, il concetto di *non-banca* sia stato impiegato per definire (e denunciare) il c.d. *shadow banking system*. Con riguardo a quest'ultimo fenomeno, sono state ricomprese nella definizione di *non-banca* tutte le entità finanziare che non sono autorizzate, regolate e vigilate "come se fossero banche" (società finanziarie in senso lato, veicoli di investimento, società di credito al consumo e fondi, compresi gli *hedge fund*)[4].

Il fenomeno non è, quindi, nuovo. In questi termini, ancora molto lati, si potrebbe individuare qualche prototipo di *non-banca* più risalente, ad esempio tra le

[3]V. BIS, CPMI, *Non-banks in retail payments*, settembre 2014.

[4]Come ricorda Barbagallo nella relazione presentata al New International Finance Association World Finance Forum (Milano, 5.3.2015, Università Cattolica del Sacro Cuore), *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana* 2015, il termine si deve a MCCULLEY, *Teton Reflections*, *Global Central Bank Focus*, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, 2007. La categoria è talmente frastagliata da impedire ogni tentativo di formazione di un elenco completo. Con riguardo ai denunciati rischi da *shadow banking*, si è affermato che gli *hedge fund* abbiano svolto, sottratti alle regole della vigilanza prudenziale, un'attività para bancaria soprattutto nei momenti di crisi più acuta. V., in generale, sulle risposte normative, PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 208; AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca Borsa*, 2016, I, p. 391. Per l'emersione di nuovi fenomeni, CARRIÈRE, *I "fondi comuni di ristrutturazione" tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. Soc.*, 2016, I, p. 718. Qualcuno individua anche nei Credit Default Swap una forma di *shadow banking*, v. RUCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e Credit Default Swap*, *Giur. comm.*, 2012, I, p. 371. Si possono aggiungere altre forme di intermediazione creditizia, le attività dei confidi, e ogni altra attività di raccolta ed erogazione di denaro svolta al di fuori delle mura, e dei sistemi, di una banca.

società che prestano servizi connessi all'emissione delle carte di credito emerse nella seconda metà del secolo scorso[5].

È forse opportuno rinunciare a qualsiasi tentativo definitorio di questo fenomeno, come del resto sembra aver fatto la Banca d'Italia nel provvedimento dell'8 novembre 2016 recante «Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche»[6].

La rubrica del provvedimento non ha bisogno di commenti: sembra di trovarsi improvvisamente nel 1942 quando il legislatore del codice civile aveva ben chiaro che cosa fosse un imprenditore agricolo, tanto da definirlo espressamente, mentre lasciava all'attività economica, con alcune coordinate (*i.e.* un elenco), la definizione del mutevole perimetro dell'impresa commerciale. Possiamo, quindi, avere speranza: rinunciare alla definizione di un istituto, o darla per differenza, non significa astenersi dal dettare una disciplina.

Certo è che in questo ambito la difficoltà di fissare regole applicabili universalmente è acuita non solo dalla eterogeneità dei soggetti coinvolti in attività di raccolta, quanto dal fatto che soggetti che non hanno nulla a che vedere con la prestazione di servizi para-bancari entrano sul mercato – sia negli spazi riservati, che negli spazi oggetto di riserve di fatto - lasciando spiazzati legislatori e regolatori.

Un fenomeno analogo si presenta sul lato dell'erogazione del credito da parte di soggetti diversi dalle banche. Sul punto, senza dilungarsi, si deve richia-

[5]La questione è molto più ampia e non riducibile a poche battute. Si rinvia a SPADA, *Carte di credito: "terza generazione" dei mezzi di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, 483; LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971, p. 266. Più di recente, con riguardo al rapporto con l'attività delle banche, BRIZI SASSO, TRESOLDI, *Le banche e il sistema dei pagamenti*, Bologna, 1998, p. 68; MACCARONE, *Le carte di pagamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Bancaria*, 1991, 1, p. 5.

[6]Il provvedimento, che entrerà in vigore il 1 gennaio 2017, disciplina la raccolta di società, piattaforme di social lending, la raccolta con cambiali finanziarie etc. Cfr. Sez. I, punto 4: "Le presenti disposizioni si applicano ai soggetti diversi dalle banche": si tratta di una designazione per differenza che non ha bisogno di commenti.

mare il provvedimento 30 settembre 2016[7] con cui la Banca d'Italia ha dettato le «Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari», il cui sottotitolo reca «Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti».

Molto significativamente, a dispetto del sottotitolo, il provvedimento non individua la nozione rilevante di intermediario[8] ma:

- all'art. 1, della sez. I, si limita a stabilire che le disposizioni si applicano «a tutte le operazioni e ai servizi disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. aventi natura bancaria e finanziaria»; e

- all'art.1, della sez. II, dedicata a pubblicità e informazione precontrattuale, la Banca d'Italia pure descrive l'àmbito di applicazione delle disposizioni senza fornire un elenco di soggetti, senza cioè individuare una nozione di intermediario, ma solo offrendo un elenco di attività – peraltro aperto[9] - soggette al provvedimento.

Pare doversene trarre che, anche su questo fronte, l'eterogeneità dei soggetti coinvolti, nonché quella dei soggetti che potrebbero, in futuro, essere coinvolti nell'esercizio delle attività elencate, abbia suggerito alla Banca d'Italia di adottare un approccio regolatorio che rinuncia all'individuazione del soggetto e si incentra sulle attività.

2. Un ruolo centrale nell'espansione del fenomeno è giocato dall'economia che si sviluppa in rete, non solo attraverso canali che possono già oggi definirsi

[7]Il quale sostituisce il precedente provedimento del 20 giugno 2012 (simile, ma non identico: per un commento al precedente regolamento, v. PIACENTINI, *Il provvedimento di Banca d'Italia 20 giugno 2012*, in *Banca borsa*, 2014, I, p. 349 ss.).

[8]In realtà la nozione è offerta, ma in modo circolare: per "intermediari", infatti, nel provvedimento si intende "i destinatari della disciplina" (esclusi i mediatori creditizi e i cambiavalute), il che equivale a identificare il perimetro applicativo della disciplina secondo un elenco per attività e non per soggetti.

[9]Cfr. art. 1, sez. II, provvedimento cit.: «depositi; certificati di deposito (secondo quanto previsto dalla sezione I); finanziamenti (mutui; aperture di credito; anticipazioni bancarie; crediti di firma; sconti di portafoglio; leasing finanziario; factoring; altri finanziamenti) che non configurano operazioni di credito immobiliare ai consumatori ai sensi della sezione VI-bis o operazioni di credito ai consumatori ai sensi della sezione VII; garanzie ricevute; conti correnti di corrispondenza; emissione e gestione di strumenti di pagamento, incassi e pagamenti che non configurano servizi di pagamento ai sensi della sezione VI; custodia e amministrazione di strumenti finanziari».

"tradizionali", come i siti *web*, ma attraverso nuove forme che vanno dal c.d. *mobile payment* alla diffusione della moneta elettronica.

Quest'ultima è al centro degli interessi non solo delle banche tradizionali e degli altri intermediari del denaro[10], ma anche e soprattutto di nuovi operatori del settore: le piattaforme di *social networking*[11].

Solo qualche mese fa il *Financial Times* annunciava come *Facebook*, dopo essere stato autorizzato a prestare alcuni servizi di *money transfer* negli Stati Uniti, fosse in procinto di avviare l'*iter* per ottenere l'autorizzazione come istituto di moneta elettronica in Irlanda e quindi, grazie al mutuo riconoscimento, in tutta l'Unione[12]. Circostanza che si è poi puntualmente verificata: il più diffuso tra i *social network* ha ottenuto l'autorizzazione come IMEL in Irlanda lo scorso 24 ottobre 2016, ove ha registrato una società di diritto irlandese (*Facebook Payments International Limited*) autorizzata a prestare i seguenti servizi (anche in Italia, v. art. 114 quinquies, co. 7, t.u.b.):

« - Execution of credit transfers, including standing orders;

- Issuing and/or acquiring of payment transactions;

- Money Remittance;

- Execution of payment transactions where the consent of the payer to execute a payment transaction is given by means of any telecommunication, digital or IT device and the payment is made to the telecommunication, IT system or network operator, acting only as an intermediary between the payment service user and the supplier of the goods and services»[13].

Anche il re della ricerca in rete, Google, è nel *business*. Con il sistema *Goo-*

[10]Cfr. PAGNI, *Goldman, Intesa Unicredit scommettono su blockchain, notaio digitale delle trnasazioni*, in *La Repubblica, Affari e finanza*, 14 marzo 2016; BONAFEDE, *Sia, Sisal, Icpbi, Poste è cominciato il Risiko dei sistemi di pagamento*, in *La Repubblica, Affari e finanza*, 20 giugno 2016; M. Valsania, *Big bank unite per creare il loro bitcoin*, in *Il Sole 24 ore*, 25 agosto 2016, p. 23

[11]Cfr. BRADFORD, *Where social networks, payments and banking intersect*, Payment System Research Briefing, Federal Reserve Bank of Kansas City, Dicembre 2012, p. 4.

[12]Cfr. KUCHLER, *Facebook enters money transfer market*, *Financial Times*,17 marzo 2015.

[13]Si veda il Register of Electronic Money Institutions who have been granted an authorisation by the Central Bank of Ireland pursuant to Regulation 9 of the European Communities (Electronic Money) Regulations, 2011, disponbile su http://registers.centralbank.ie/DownloadsPage.aspx

gle Wallet, per ora solo negli Stati Uniti, si può trasferire denaro conoscendo solo l'indirizzo *e-mail* del beneficiario. Come dice la presentazione dell'applicazione, trasferire il denaro è «facile e gratis»[14], e lo si può fare appoggiandosi sui circuiti tradizionali delle carte di credito o di debito ma anche - e questo è il punto interessante - trasferendo fondi a debito dal *Google Wallet Balance*, che assume le sembianze di un vero e proprio "conto elettronico"[15]. Google concede anche la possibilità di dotarsi di una *Google Wallet Card*. I servizi offerti da Google "in proprio" non sono ancora molto diffusi, ma è significativo il fatto che anche esso abbia costituito una società ad hoc, questa volta di diritto inglese (*Google Payment Limited*), e ottenuto un'autorizzazione come *Electronic Money Institution* dalla Financial Conduct Authority e dalla Bank of England[16] spendibile (almeno per ora) in tutti gli Stati membri. Non solo, negli Stati Uniti risulta registrato a nome di Google il brevetto "Monetary transfer in a social network" (n. reg. US 8326770 B1): il nome dell'invenzione rende superfluo ogni commento[17].

Un altro esempio è rappresentato da *Apple Pay*, un'applicazione che consente di trasformare il telefonino – e, dall'anno scorso, l'orologio – in uno strumento di pagamento che tuttavia, a differenza del "portafoglio" di *Google*, deve necessariamente appoggiarsi su carte di credito o di debito emesse da soggetti terzi (per ora)[18]. Il servizio è attivo negli Stati Uniti e in molti altri paesi, tra cui la vicina Svizzera. Secondo le cronache arriverà in Italia nel 2017[19].

Negli ultimi tempi si registra un'attenzione crescente nei confronti del fenomeno anche da parte di altri grandi *provider* di servizi *social*, che potrebbero

[14] https://www.google.com/wallet/

[15] Non dovrebbe trattarsi di un "conto di pagamento", secondo la denominazione impressa dalla Direttiva 2007/64/CE relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno? Sul punto v. V. Santoro, I conti di pagamento degli istituti di pagamento, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 855 ss. (anche per la distinzione tra conti di pagamento e conti correnti bancari).

[16] V. Financial Services Register: https://register.fca.org.uk /ShPo_FirmDetailsPage?id= 001b0 00000m4IWpAAM

[17] Qui i riferimenti e la descrizione, anche per grafici: https://www.google.com/patents /US832 6770.

[18] Cfr. http://www.apple.com/apple-pay/

[19] Cfr. RUBINI, *Apple Pay, in Italia quando arriva?*, 8 luglio 2016, disponbile su https://www. forexinfo.it/Apple-Pay-in-Italia-quando-arriva

entrare in questo mercato[20]. Ma non ci sono solo *social network* e motori di ricerca. Alcuni soggetti hanno sviluppato un mercato nuovo e, favorendo i grandi siti di commercio elettronico, hanno dato vita a sistemi di pagamento, basati sulla moneta elettronica, che si affiancano alle carte di credito e debito o si sostituiscono ad esse, servendosi dei loro canali. È il caso di *Paypal* che esiste da qualche anno ed è già *leader* di mercato. In Europa è autorizzato in Lussemburgo come *non-banca* del tipo IMEL.

È, inoltre, in espansione il mercato dei *mobile wallet*: oltre al caso di Google, alcuni operatori tradizionali (ad es., Unicredit) ed emergenti (Softcard[21]) competono nella creazione di applicazioni che, ricreando un portafoglio virtuale, dematerializzano le decine di carte con cui siamo abituati a convivere (di credito, di pagamento, promozionali, di trasporto etc.).

3. Il quadro normativo italiano, sulla scorta di quello europeo, potrebbe non essere pronto per affrontare la sfida posta da soggetti che sbarcano su un mercato esistente, ma in uno spazio nuovo.

Quando le prime *non-banche* – carte di credito, altre società finanziarie in senso lato – sono entrate nel mercato dei servizi bancari (accessori), la competizione avveniva in un luogo fisico: banche e *non-banche* non potevano che avere una sede e del personale, cui i potenziali clienti potevano rivolgersi. La competizione di oggi, invece, si gioca su di un campo diverso e, per di più, scelto dallo sfidante: la rete.

Ogni soluzione regolatoria, in questo campo, deve inoltre tenere conto della specificità dello scambio di moneta elettronica. Uno scambio che avviene in *nessun luogo* fisico, che pone difficoltà nell'applicazione del principio di territoria-

[20]Cfr. PACKIN, ARETZ, *Big Data and Social Netbanks: Are You Ready to Replace Your Bank?*, in *Houston Law Review*, 2016, Vol. 53, No. 5, p. 1221 ss.

[21]Un tempo noto come ISIS Wallet, l'operatore ha cambiato denominazione nel 2014. Questa la dichiarazione ufficiale del management della società: "to avoid confusion and association with a violent Islamic militant group in the Middle East whose name, when translated into English, is known by the acronym, ISIS". V. https://www.cnet.com/news/isis-wallet-becomes-softcard-to-avoid-confusion-with-militant-group/

lità della legge e che, soprattutto, si compie con modalità tecniche che gli utenti – e spesso anche il legislatore – non comprendono: circostanza che potrebbe consigliare di inserire previsioni *ad hoc* nella disciplina secondaria in materia di rapporti tra intermediari del *web* e clienti.

I prestatori di servizi bancari (e di pagamento) tradizionali soffrono anche un altro *handicap*. Le piattaforme *social* che entrano sul mercato non hanno bisogno di competere per accaparrarsi clienti perché ne hanno già: sono i loro utenti. Il passaggio da utente a cliente, in questo campo, è breve.

Sotto questo profilo, un altro fattore non deve essere sottovalutato. Gli utenti dei *social* non percepiscono tali piattaforme come soggetti *istituzionalmente* economici perché non si sentono necessariamente *clienti*. Il fenomeno non sembra distante da quanto è accaduto con l'avvento della televisione commerciale. Tutto il mondo del *broadcasting* è generalmente percepito come fatto di imprese che traggono le proprie risorse non direttamente dagli utenti (o dai telespettatori) ma dalla vendita degli spazi pubblicitari. Non è del tutto vero. La televisione ha dimostrato *in nuce* - e senza poter entrare nel meccanismo del trasferimento del denaro - di poter svolgere in modo eccellente funzioni di intermediazione commerciale e ciò non solo ingenerando nel pubblico il desiderio di acquistare beni o servizi, ma anche attraverso le c.d. televendite e quindi attraverso una funzione di intermediazione commerciale diretta, attività svolta massicciamente e non solo sulle reti e negli orari meno nobili.

Con l'*internet* e, in particolare, con i *social network* il fenomeno appena descritto si radicalizza e si aprono nuovi spazi. A differenza della televisione, che può sostituirsi al commerciante ma non alla banca, le piattaforme sociali possono sostituirsi a entrambi. Ma c'è di più. Esse hanno accesso a informazioni che consentono di compiere ricerche di mercato e analisi prossime alla perfezione nel definire i gusti e le preferenze dei propri utenti (*rectius*, clienti)[22]. Tutto questo, peral-

[22]Tanto che negli ultimi mesi sono comparse start up che si propongono di valutare il merito di credito attraverso l'analisi delle attività compiute da un soggetto sui social network. Cfr., per un

tro, in un contesto in cui soprattutto i più giovani tendono ad affidarsi (e a confidarsi) con il *social* di riferimento, che è percepito come un sistema cui appoggiarsi (: una piattaforma) e non come una controparte contrattuale, con ogni negativa conseguenza sullo squilibrio del rapporto a vantaggio del *social*[23]. Siamo in un settore in cui l'asimmetria informativa raggiunge il proprio acme dal momento nessuno, o quasi nessuno, legge le complicate e prolisse condizioni di contratto prima di sottoscrivere un accordo telematico con una piattaforma sociale. E ciò, sia consentito affermarlo sulla sola base dell'esperienza, anche nel caso in cui un diverso servizio (ad es., pagamento) sia offerto a condizione che siano sottoscritte apposite condizioni generali di contratto. È il caso di *Facebook*: nella pagina dedicata alle "Condizioni di uso" cui aderire per registrarsi alla piattaforma è comparsa anche la sezione "Pagamenti" (v. punto n. 7)[24] ove si legge: "Nel caso in cui effettui pagamenti su *Facebook*, l'utente accetta i nostri Termini di pagamento a meno che non siano applicati altri termini".

Sotto il profilo formale, quindi, *nulla quaestio*: chiunque voglia servirsi di *Facebook* "come IMEL", anziché "come Social", sarà chiamato ad accettare le specifiche condizioni contrattuali dedicate ai servizi di intermediazione di moneta elettronica. E, tuttavia, poiché è molto probabile che a fruire di tali servizi siano utenti già registrati al servizio "social", l'attenzione che essi dedicheranno all'approvazione delle specifiche condizioni di contratto dedicate ai servizi di pagamento sarà verosimilmente ancora minore di quella dedicata al momento della registrazione come utente *social*.

Si tratta di questioni che, fino a oggi, sono state esaminate solo con riferi-

caso, VASAGER, KREDITECH: *A credit check by social media*, in *Financial Times*, 19 gennaio 2016, disponibile su: https://www.ft.com/content/12dc4cda-ae59-11e5-b955-1a1d298b6250

[23]L'Associazione italiana Istituti di Pagamento e di Moneta Elettronica (AIIP), lo scorso marzo 2016 spiegava sul proprio sito (www.aiipimel.eu) come secondo una ricerca condotta da eMarketer i giovani preferiscano pagare con strumenti elettronici mobili, aggiungendo che: "il volume delle transazioni legate al mobile payment in Usa crescerà del 210% nel 2016 (con una spesa media per utente che volerà a quota 721.47 dollari all'anno) e l'età sarà un fattore fondamentale: nel 2015, il 17.5% delle persone di età compresa tra i 25 e i 34 anni ha usato i sistemi di pagamento mobile contro solo il 3.5% degli over 65".

[24]V. https://www.facebook.com/terms.

mento al diritto alla riservatezza[25]. A questo tema dovrebbe aggiungersi quello della tutela del risparmio.

Le condizioni contrattuali dei maggiori *provider* di servizi sociali, doverosamente (anche se mal) tradotte in italiano[26], contengono in quasi tutti i casi previsioni – insuscettibili di essere applicate in Italia - che fissano la giurisdizione di tribunali di contee della California[27] o, nella migliore delle ipotesi, quella di altri Stati UE[28].

In Italia le predette disposizioni contrattuali non troverebbero applicazione, almeno non nella maggior parte dei casi, in quanto gli utenti/clienti del *provider* sono consumatori *avvantaggiati* dal foro speciale previsto dal codice del consumo. Si può dubitare che questa protezione sul piano della giurisdizione (e della competenza) sia pienamente satisfattoria, specie nell'àmbito dei micropagamenti. Sul punto, altre forme di tutela, attribuite all'Arbitro Bancario[29] o al Corecom[30], potrebbero essere pensate per evitare il fenomeno diffuso della rinuncia *inconscia* all'azione connessa alla natura, e al tendenziale modesto importo, delle transa-

[25]Cfr., oltre al famosissimo SOLOVE, "*I've Got Nothing to Hide" and Other Misunderstandings of Privacy*, in *San Diego Law Review*, 2007, Vol. 44, p. 745; DI CIOMMO - PARDOLESI, *Dal diritto all'oblio in Internet alla tutela della identità dinamica. È la rete, bellezza!*, in *Danno resp.*, 2012, p. 701, anche per la dottrina italiana ivi citata.

[26]È l'articolo 9 cod. cons. a imporlo. Sul punto esistono numerosi provvedimenti dell'AGCM volti a sanzionare la mancata traduzione in italiano delle informazioni rese ai clienti/consumatori (v. i casi di sanzione alle compagnie aeree: benché essi siano noti per la sanzione inflitta al meccanismo di formazione del prezzo, in quasi tutti vi è anche censura della condotta omissiva consistente nella mancata traduzione delle condizioni generali di contratto).

[27]Quanto a Facebook, l'art. 15 delle "Condizioni d'uso", rubricato controversie, recita: "Qualsiasi reclamo, diritto sostanziale o disputa ("reclamo") tra l'utente e Facebook, derivante dalla presente Dichiarazione o dall'utilizzo di Facebook o ad essa relativo, verrà risolto esclusivamente nel tribunale del distretto federale statunitense della California settentrionale o in un tribunale situato a San Mateo County. L'utente accetta di sottostare alla giurisdizione personale dei tribunali sopracitati allo scopo di portare avanti tali controversie. La presente Dichiarazione, nonché qualsiasi reclamo che possa insorgere tra le parti, sono regolate dalle leggi dello stato della California, indipendentemente dai conflitti delle disposizioni di legge […].

[28]L'art. 15 delle condizioni contrattuali di Google Wallet (https://wallet.google.com/payments/apissecure/get_legal_document?ldo=0&ldt=buyertos&ldr=IT) non fa riferimento ad altro che alla soluzione di controversie ricorrendo al *Financial Ombudsman* del Regno Unito.

[29]Sulla "giurisprudenza" dell'ABF in materia di ordini di pagamento e investimento v. D. Maffeis, *Ordini di pagamento e di investimento online nella giurisprudenza di merito e nella fonte persuasiva dinamica dell'ABF*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, n. 5, p. 11273 e ss., in part. par. 8.

[30]V. Delibera AGCom 173/07/CONS: Regolamento per le controversie in materia di comunicazioni (testo consolidato con la delibera 597/11/CONS).

zioni con moneta elettronica.

4. C'è da chiedersi se il nostro ordinamento contempli istituti di diritto positivo idonei a disciplinare e a vigilare questo fenomeno che negli Stati Uniti è realtà sempre più consolidata[31].

I soggetti di cui si è detto, per operare in Europa, devono ottenere un'autorizzazione come istituti di moneta elettronica (o di pagamento)[32]. I casi di Facebook e Google sembrano confermare questa impostazione, che potrebbe diventare regola generalizzata: se la *non-banca social* desidera offrire servizi di intermediazione di moneta elettronica deve assumere la forma di IMEL.

Come noto, l'IMEL, secondo la definizione del t.u.b. (art. 1, co. 1, lett. h bis), è «l'impresa, diversa dalla banca, che emette moneta elettronica». A sua volta, la moneta elettronica è definita come: «il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento» (cfr. lett. h-ter). Si tratta quindi di soggetti che prestano servizi di pagamento ma che non possono entrare nel mercato della raccolta bancaria e, di conseguenza, non possono concedere prestiti.

Gli IMEL non hanno avuto nel nostro ordinamento, fino ad oggi, il successo che si pensava (anche per ragioni di concorrenza tra ordinamenti)[33] e, quindi, nei loro confronti il legislatore italiano non ha ancora focalizzato la dovuta attenzione. La Banca d'Italia ha fatto qualcosa in più nelle disposizioni di vigilanza dedicate a questi soggetti (versioni 2012 e 2016[34]), ma il quadro non sembra completo.

In linea generale, il t.u.b. chiarisce all'art. 11, co. 2 bis che «non costituisce

[31]Cfr. ALLUMS, *Designing Mobile Payment Experiences: Principles and Best Practices for Mobile Commerce*, in O'Reilly Media, 2014, p. 198 ss.
[32]Mi permetto di rinviare a RULLI, *Non-banche tra potenzialità e rischi social*, in *FCHub*, 5 ottobre 2015, disponibile su http://fchub.it/articoli-fchub/non-banche-tra-potenzialita-e-rischi-social
[33]Cfr. MORERA, *Intervista a Bruno Manzone, commissario liquidatore di IMEL.EU SpA,*, in *Analisi Giuridica dell`Economia*, n.1/2015, p. 223 ss.
[34]Cfr. le disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, la cui ultima versione è pubblicata nella G.U. n.127 del 1 giugno 2016.

raccolta del risparmio tra il pubblico la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica». Quindi l'IMEL si limita a ricevere fondi e a emettere la moneta elettronica corrispondente, che poi il cliente può utilizzare per acquistare bene o servizi. Una raccolta, allora, a ben vedere c'è, anche se con due fondamentali differenze rispetto alla raccolta bancaria: l'IMEL non può impiegare le risorse raccolte e il cliente ha sempre diritto al rimborso, a pagamento o gratuito (cfr. art. 114 ter e 144 t.u.b.)[35].

È vero che il diritto al rimborso su richiesta consente di pensare all'IMEL come a un soggetto più *facile* da vigilare e, comunque, meno *pericoloso* rispetto alle banche, sia sotto il profilo del rischio di credito, che di quello sistemico. Ma si tratta di un'associazione di idee che rischia di essere fuorviante nel contesto che qui si è appena delineato. Se, infatti, un IMEL acquista dimensioni rilevanti può trovarsi ad avere esposizioni enormi nei confronti dei clienti/utenti.

Sul punto la disciplina europea si limita a prevedere che i fondi degli utenti siano costituiti in un patrimonio separato rispetto a quello dell'istituto. Resta un problema: come tutelare gli utenti in caso di inosservanza dell'obbligo di separazione patrimoniale? La questione non deve essere sottovalutata, anche perché gli IMEL possono essere costituiti con un capitale minimo di appena 350.000 euro e, soprattutto, sono esclusi dal sistema di tutela dei fondi di garanzia (cfr. art. 96 e ss. t.u.b.), anche se ora – e verrebbe da dire significativamente – l'art. 114 quinquies.1, co, 3, t.u.b. dispone che: "Ai fini dell'applicazione della disciplina della liquidazione coatta amministrativa all'istituto di moneta elettronica, i detentori di moneta elettronica sono equiparati ai clienti aventi diritto alla restituzione di

[35]Sugli IMEL v. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2001, n. 53; OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica-Brevi note in margine alla Direttiva 2000/46/CE riguardante gli istituti di moneta elettronica*, in *Banca borsa*, 2001, I, p. 809 ss.; STUMPO, *Il quadro tecnico e normativo di riferimento degli strumenti di pagamento online*, in *Dir. comm. Internaz.*, 2001, I, p. 685. Sui sistemi di pagamento, SCIARRONE ALIBRANDI, *La sorveglianza sui sistemi di pagamento: evoluzione morfologica, strumenti e limiti*, in *Banca borsa*, 2004, I, p. 437 ss.; SANTORO, *I conti di pagamento*, cit. (nt. 15). Più di recente, in materia: BARILLÀ, *I servizi di pagamento "armonizzati" e l'addebito diretto nel panorama bancario italiano*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 331.

strumenti finanziari".

Inoltre, quando costituiti da un social, gli IMEL diventano soggetti ibridi (: Social IMEL). È chiaro che l'ibridazione va colta non con riferimento al soggetto (Facebook e Google Inc. non sono Facebook o Google "Payment" ltd.), ma a livello di gruppo sono una stessa *impresa* (qui accedendo alla nozione in senso antitrust) che agisce in modo coordinato e che può scambiarsi clienti e utenti, ammesso che in futuro vi sarà una differenza tra le due categorie.

L'istituto potrebbe allora avere bisogno di essere registrato per far in modo che sia idoneo ad "accogliere" i grandi attori del panorama informatico. Sul punto, l'art. 114 quinquies.1, co. 5, t.u.b. forse intravede il problema, ma senza offrire soluzioni definitive là dove si limita a prevedere che gli IMEL "che svolgano anche altre attività imprenditoriali…" (ad es., vendita pubblicità, *social networking*, servizi *e-mail* etc.) "… costituiscono un patrimonio destinato unico per l'emissione di moneta elettronica e la prestazione dei servizi di pagamento"; un po' poco per disciplinare un fenomeno così complesso (peraltro la disposizione sembra una ripetizione di quanto già previsto dal t.u.b. per gli IMEL "puri", cfr. art. 114 terdecies).

5. La prima conclusione che può trarsi è che l'attuale disciplina appare, nonostante i recenti interventi della Banca d'Italia, lacunosa. La responsabilità, tuttavia, non può ascriversi al legislatore italiano (primario o secondario), ma all'Unione, la quale dovrebbe dotarsi di un quadro di disposizioni per disciplinare il fenomeno dei grandi *provider* internet (specie se *social*) che, muovendo da altri settori, prestino anche servizi para-bancari o di pagamento in favore di utenti poco informati o inconsapevoli di essere parte di un rapporto contrattuale il cui oggetto sia mutato rispetto a quello che era in origine. Potrebbe trattarsi di una disciplina nuova o, come parrebbe preferibile, di un aggiornamento della disciplina degli IMEL.

In ogni caso, essa dovrebbe contemplare strumenti:

(i) idonei a compensare lo squilibrio contrattuale tra utenti e *provider*, plau-

sibilmente attraverso l'introduzione di specifiche previsioni di maggior tutela del consumatore (in specie se minore d'età e, quindi, privo di capacità) che utilizzi sistemi di pagamento in modo poco consapevole. È vero che sul punto esiste la disciplina delle pratiche commerciali scorrette di cui al codice del consumo, ma si potrebbe pensare a meccanismi di verifica della comprensione del testo e dell'età dei consumatori (ad es. imponendo di rispondere a un questionario prima di concludere il contratto che implichi la prestazione di servizi connessi alla moneta elettronica);

(ii) idonei a "dare azione" agli utenti nell'ambito della giurisdizione di uno Stato membro. Forse per questo è sufficiente il codice del consumo, ma per contrastare il richiamato fenomeno della rinuncia all'azione di ripetizione di indebiti micropagamenti (o per il risarcimento di microdanni), si potrebbe fare chiarezza ed eventualmente aumentare le competenze conciliative del Corecom (organismo attivo su base regionale nelle controversie legate alle telecomunicazioni) e quelle dell'ABF, presente in tre circoscrizioni a livello nazionale e competente per le questioni connesse ai sistemi di pagamento;

(iii) che consentano alla Banca d'Italia di vigilare su di una realtà complessa e non fisica, anche con forme di cooperazione *ad hoc* a livello UE perché, verosimilmente, la maggior parte degli operatori non chiederà di registrarsi come IMEL italiano;

(iv) che garantiscano la restituzione dei fondi in caso di mancato rispetto delle regole in materia di separazione patrimoniale, anche costruendo una disciplina analoga a quella in materia di garanzia dei depositi, la quale sembra più affine a quella che è invece allo stato applicabile agli IMEL, ove la moneta elettronica è trattata, forse impropriamente, non come un credito (*rectius*: posizione di disponibilità di una somma di denaro)[36], ma come uno strumento finanziario.

6. Non è questa la sede per ripercorrere le fila che la dottrina ha tirato in

[36]Cfr. TROIANO, *Gli Istituti* cit., p. 12.

tema di vigilanza sui mercati finanziari (per finalità, per attività, per soggetti etc.). Tuttavia, con riguardo al tema dell'organizzazione della vigilanza, l'avvento di soggetti estranei all'attività bancaria e dei pagamenti impone una riflessione su di una questione di fondo: in un mercato trasversale, ha ancora senso organizzare la vigilanza solo *per soggetti* (o solo *per finalità*)?

Benché l'ordinamento italiano sia noto per il carattere ibrido dell'organizzazione della vigilanza, negli ultimi decenni del secolo scorso è sembrata prevalere, nella dialettica tra Banca d'Italia e Consob, una linea di crescente e tendenziale favore verso la vigilanza *per finalità* (confermata dall'attribuzione di sempre più ampie competenze all'*Antitrust*).

Tuttavia, le riforme europee e le novità legislative nazionali degli ultimi anni hanno lasciato intravedere una rivitalizzazione delle istanze di chi propende per la supervisione per soggetti. A livello europeo, benché vi siano esempi di segno opposto (come lo ESRB), tanto potrebbe trovare conferma nell'istituzione di autorità di regolazione che si informano alla dimensione soggettiva dei vigilati come EBA, ESMA ed EIOPA (anche se qui si tratta di vigilanza più che altro regolamentare); per non parlare delle competenze attribuite alla BCE (quelle sì di vigilanza in senso stretto).

Nel contesto italiano, oltre agli esempi classici di vigilanza *per soggetti* (Banca d'Italia con riguardo all'attività bancaria, IVASS e Covip), sembra avere nuova linfa l'attenzione verso istituti che pongono il soggetto al centro della supervisione. Basti sul punto richiamare l'introduzione del "tipo" organismo di vigilanza di recente istituzione e di apparente grande successo, penso a: (i) l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF) previsto dall'art. 31 t.u.f.[37]; (ii) l'Organismo previsto dall'art. 113 t.u.b., destinato a tenere l'elenco del microcredito; (iii) l'Organismo per la gestione degli elenchi de-

[37]Il quale esiste invero già da molti anni (2007), anche se significativamente ha assunto la denominazione corrente, che include il termine "di vigilanza", solo con la legge di stabilità 2016 (l. 208/2015 dello scorso 30 dicembre), e che prima si denominava Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari (APF)

gli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (OAM) previsto dall'articolo 128 undecies t.u.b.; e, da ultimo, (iv) l'Organismo per la tenuta dell'elenco dei confidi previsto dall'art. 112 bis t.u.b., come modificato dal d.lgs. 169/2012[38].

E, però, l'ingresso nel mercato finanziario di soggetti che gli erano estranei, e che non ambiscono a sostituirsi, almeno non immediatamente, alle banche e agli altri prestatori di servizi bancari e finanziari, lascia aperta la possibilità (e forse la necessità) di interventi legislativi che disciplinino l'attività, anziché il soggetto, ponendo al centro dell'obiettivo dei supervisori non tanto, e non solo, la banca, l'IMEL e l'IP in quanto tali, cioè soggetti che *normalmente* e in *base a un'autorizzazione* prestano un servizio, ma anche quei soggetti (piattaforme sociali, *social lenders*) che prestano servizi analoghi o affini al di fuori di un contesto regolamentare e, quindi, senza essere vigilati.

Del resto, è la stessa direttiva PSD2[39], da attuare entro l'inizio del 2018, a suggerire come, in questo settore, stiamo assistendo a un cambiamento di prospettiva inimmaginabile fino a nove anni or sono, quando entrò in vigore la prima PSD (v. considerando 3 PSD2): «Da allora, con la rapida crescita del numero di pagamenti elettronici e tramite dispositivo mobile e con la commercializzazione di nuovi tipi di servizi di pagamento, il mercato dei pagamenti al dettaglio ha registrato considerevoli innovazioni tecniche che rimettono in discussione il quadro attuale»[40].

[38]V. LENER, *La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un'ipotesi di riorganizzazione normativa*, in *Banca borsa*, 2014, I, p. 27 ss. Di recente, sul punto, STELLA RICHTER, *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca borsa*, 2016, I, 320 e ss. Da ultimo, non solo con riferimento al t.u.f., sia consentito rinviare a RULLI, *Pubblico e privato nella vigilanza sul sistema finanziario e creditizio: gli organismi di tenuta degli elenchi di consulenti finanziari, mediatori creditizi e confidi*, 11 novembre 2016, FCHub.it.

[39]Cfr. direttiva (UE) 2015/2366 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.

[40]E, ancora, nel successivo considerando 4: «Molti prodotti e servizi di pagamento innovativi non rientrano, interamente o in buona parte, nell'ambito di applicazione della direttiva 2007/64/CE. Inoltre, in alcuni casi l'ambito di applicazione della direttiva 2007/64/CE e, in particolare, gli elementi da esso esclusi, come determinate attività connesse ai pagamenti, si sono rivelati in alcuni casi troppo ambigui, troppo generici o semplicemente superati rispetto all'evoluzione del mercato».

È, quindi, questa la prospettiva che ha indotto il legislatore europeo ad aggiornare la direttiva sui servizi di pagamento e ad affidare all'EBA la redazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione (v. art. 98, co. 2, PSD2[41]) che, rispetto ad approcci del passato, sembrano orientarsi verso una disciplina dell'attività, più che del soggetto. Una disciplina che sembra tenere in maggior conto le questioni poste dal trattamento di dati personali, dall'innovazione e dalla necessità di conciliare sicurezza e semplicità d'uso (perché null'altro può voler significare l'espressione «sviluppo di mezzi di pagamento accessibili, innovativi e di facile utilizzo» di cui al richiamato art. 98 PSD2).

Si tratta, per ora, di sola vigilanza regolamentare, ma non si possono escludere evoluzioni.

Edoardo Rulli

Ricercatore a t. d. di diritto commerciale

nell'Università Niccolò Cusano - Telematica Roma

[41]Ecco gli obiettivi affidati all'EBA: «a) assicurare un livello adeguato di sicurezza per gli utenti di servizi di pagamento e i prestatori di servizi di pagamento mediante l'adozione di requisiti efficaci e basati sul rischio; b) assicurare la sicurezza dei fondi e dei dati personali degli utenti di servizi di pagamento; c) garantire e mantenere la concorrenza equa tra i prestatori di servizi di pagamento; d) assicurare la neutralità dei modelli tecnologici e commerciali; e) permettere lo sviluppo di mezzi di pagamento accessibili, innovativi e di facile utilizzo».

PROXY ADVISORS, ATTIVITÀ RISERVATE E CONFLITTO DI INTERESSI *

(*Proxy advisors, reserved activities and conflict of interests*)

ABSTRACT: *The growing importance of the activities carried out by "proxy advisors" in the financial markets leads to investigate which is, and need to be, the applicable regulation to those advisors. Such analysis takes into account the legislative proposals currently under discussion in Europe and in the United States on this subject.*

Since the voting recommendations issued by proxy advisors significantly influence the voting rights of the institutional investors attached to the shares managed by them, the legal qualification of the voting advisory service clarifies certain regulatory issues, including its potential inclusion in the list of the reserved activities. In particular, a more stringent regulation of the voting advisory service would promote an efficient management of the conflict of interests typically arising from the fact that such advisors generally scrutinize resolutions drafted by companies which benefit from their consultancy services of other nature. In addition, the advisory activities carried out by proxy advisors show another conflictual relationship regarding the potential divergence between the interest of the institutional shareholder and the interest of the public company.

The above considerations point out the opportunity to examine the impact of a potential inclusion of the proxy advisors' activity within the list of the reserved activities, in order to explore its effects on the rules concerning the conflict of interests of those advisors.

SOMMARIO: 1. Il ruolo dei *proxy advisors* nei mercati finanziari. - 2. La disciplina dei consulenti di voto nelle recenti proposte legislative in Europa e negli Stati Uniti. - 3. L'incidenza delle racco-

*Contributo approvato dai revisori.

mandazioni di voto sulla gestione degli investitori istituzionali. - 4. Il problema del conflitto di interessi. - 5. Verso una riserva di attività per la consulenza in materia di voto?

1. Nel novero degli operatori che producono e divulgano "informativa derivata" in materia finanziaria sono entrati a far parte anche i *proxy advisors* ("consulenti di voto")[1]. Con tale denominazione si identificano le imprese che forniscono professionalmente analisi e raccomandazioni sul voto che gli investitori sono chiamati ad esprimere nelle assemblee degli emittenti da essi partecipati[2].

Tali *intermediari dell'informazione* si sono ritagliati un ruolo che ha assunto un'importanza crescente nelle dinamiche dei mercati finanziari contemporanei, tanto da essere divenuti protagonisti, anche in Italia, in alcune vicende assembleari (inaspettatamente) influenzate dalla loro attività consulenziale[3].

Secondo lo schema contrattuale più ricorrente, i *proxy advisors* forniscono raccomandazioni di voto agli investitori, remunerate da questi ultimi ("*investors-paid*") e formulate dal consulente sulla base dell'informativa pubblica. Talvolta il *proxy advisor* integra il proprio bagaglio informativo beneficiando di un confronto "privilegiato" con le competenti funzioni dell'emittente che ha formulato la proposta di deliberazione assembleare. Pur avendo ad oggetto proposte deliberative specifiche, le raccomandazioni di voto tengono conto delle linee-guida pubblicate

[1]Per un'analisi del fenomeno si v. nella letteratura italiana: MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca e borsa*, 2015, I, p. 761 ss.; MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc*., 2015, p. 957 ss.; MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2016, p. 667 ss., nonché in *Rivista ODC*, 2016, 1, p. 1 ss., da cui si cita nel prosieguo.

[2]Una definizione soggettiva dei *proxy advisors* si trova nelle proposte normative statunitensi ed europee (su cui si v. il successivo par. 2). Negli Stati Uniti le "*proxy advisory firm*" sono individuate nei seguenti termini: «*any person registered under section 15H who is engaged in the business of providing proxy voting research, analysis, or recommendations to clients, which conduct constitutes a solicitation*» (cfr. Bill H.R.5311). In Europa, "*proxy advisor*" «*means a legal person that analyses, on a professional and commercial basis, the corporate disclosures and, where relevant, other information of listed companies with a view to informing investors' voting decisions by providing research, advice or voting recommendations that relate to the exercise of voting rights*» (cfr. la proposta di modifica della direttiva sui diritti degli azionisti).

[3]Cfr. BELCREDI, BOZZI, CIAVARELLA, NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement*, in *Quaderni di finanza* Consob, n. 81, aprile 2015, consultabile in *www.consob.it*, p. 7 ss.

dai singoli *proxy advisors* in apertura della stagione assembleare. Si tratta di *standard* valutativi, generali e astratti, concernenti le materie assembleari più diffuse, a cui i consulenti di voto tendono ad attenersi anche nell'analisi dei casi concreti.

Ai fini del presente contributo è opportuno premettere che le raccomandazioni di voto formulate dai *proxy advisors* tengono *generalmente* conto della strumentalità dell'operazione (di competenza assembleare) alla migliore realizzazione dell'interesse sociale dell'emittente che la propone. In altre parole, si tratta di una valutazione - tecnica e oggettiva - volta a verificare gli effetti prodotti dalla decisione assembleare esaminata sullo sviluppo di medio-lungo termine dell'impresa emittente, senza che rilevino le caratteristiche soggettive del singolo investitore chiamato ad esprimere il voto. È tuttavia possibile che l'azionista richieda al *proxy advisor* una consulenza "individualizzata", che tenga conto anche della strategia di voto adottata dall'investitore-cliente[4].

Preme altresì rammentare che il mercato dei consulenti di voto – oltre ad essere fortemente *oligopolistico*[5] – è caratterizzato dal rischio di potenziali conflitti di interessi derivanti dalla circostanza che i *proxy advisors* prestano, talvolta, anche attività di consulenza in materia di *governance* in favore dell'emittente; e ciò nonostante le proposte di delibera assembleare *in subiecta materia* (formulate dai competenti organi gestori degli emittenti) possano divenire oggetto di una valutazione effettuata da quei medesimi *consulenti* in favore degli investitori vo-

[4]Come si evince dai *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis* adottati dai principali consulenti di voto in data 5 marzo 2014, consultabili in *www.bppgrp.info*, i *proxy advisors* possono prestare le proprie attività consulenziali *(i)* basandosi sulle proprie politiche di voto – formulate in applicazione delle metodologie dagli stessi utilizzate e delle *guide-lines* che ogni anno essi adottano e pubblicano (cc.dd. "*in house voting policies*") – ovvero *(ii)* applicando le politiche e strategie di voto osservate dall'azionista-cliente (cc.dd. "*custom voting policies*"). Il diverso modello utlizzato produce riflessi anche sulla natura dell'attività prestata (si v. *infra*).

[5]Osserva, ad esempio, DENT, *A Defense of Proxy Advisors*, in *Mich. St. L. Rev*., 2014, p. 1307 ss., a proposito dell'oligopolio che caratterizza il settore dei *proxy advisors*, che i due principali operatori «*ISS and Glass Lewis together have over 90% of the proxy advisory market. High startup costs pose a daunting barrier to entry by newcomers*».

tanti[6].

Ciò posto, al pari di quanto accaduto negli anni recenti per altri fornitori di informativa derivata (*i.e.* società di revisione, analisti finanziari, agenzie di *rating*), talune contingenze economiche e regolamentari hanno contribuito all'espansione dell'attività consulenziale qui in esame, sia nei mercati finanziari internazionali che in quello italiano. Si tratta, in sintesi, dei seguenti elementi.

In primo luogo, l'attività dei *proxy advisors* riduce sensibilmente i costi di gestione degli "strumenti finanziari" (dotati di diritto di voto) detenuti, su base collettiva, dagli investitori istituzionali. Invero, l'espressione di un voto conforme alle raccomandazioni fornite dal *proxy advisor* consente all'investitore istituzionale di limitare le attività istruttorie e di monitoraggio propedeutiche ad un esercizio informato e diligente dei diritti amministrativi spettanti agli strumenti finanziari gestiti (con conseguente beneficio in termini di tempi e di costi)[7].

In secondo luogo, l'affidamento riposto dall'investitore istituzionale sulle raccomandazioni di voto formulate da un soggetto professionalmente deputato a tale attività valutativa riduce, altresì, il grado di responsabilità "gestoria" in cui tali investitori possono incorrere nei confonti dei propri clienti. Tale circostanza ha contribuito alla recente riscoperta di un comportamento attivista in assemblea da parte degli investitori istituzionali[8].

Inoltre, il fatto che la raccomandazione formulata dal *proxy advisor* sia *indipendente*, e spesso funzionale alla migliore realizzazione dell'interesse sociale dell'emittente partecipato, concorre ad escludere (per l'investitore che ad essa si uniformi) l'esercizio di un voto in potenziale "conflitto" con l'interesse della so-

[6]Il problema del conflitto di interessi è analizzato, in luogo di molti, da LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest Within the Proxy Advisory Industry*, consultabile in *www.ssrn.com*, agosto 2016, p. 1 ss.
[7]Cfr. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.; LENER, *La Sgr come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, Roma, 2000, p. 284 ss.; STELLA RICHTER, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *Contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Torino, Utet, 2010, p. 791 ss.
[8]Cfr. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea*, in *Riv.soc.*, 2016, p. 409 ss.

cietà partecipata; il che assume ancor più rilievo in un ordinamento in cui la conflittualità in assemblea può essere fonte di responsabilità per il socio votante (cfr., negli emittenti bancari e finanziari, gli artt. 144-*sexies* t.u.b. e 192-*quater* t.u.f.)[9].

Infine, la progressiva importanza assunta dagli investitori istituzionali nell'economia assembleare delle società quotate – anche italiane – li rende sempre più spesso determinanti ai fini dell'adozione delle deliberazioni proposte dal *management* o da potenziali scalatori. Ne deriva un incentivo, per questi ultimi, a interloquire preventivamente con i consulenti di voto, allo scopo di rifletterne le indicazioni nelle proposte deliberative concretamente sottoposte all'assemblea; e ciò con l'obiettivo di favorire il diffondersi sul mercato di raccomandazioni favorevoli sugli argomenti proposti ai soci, onde consentirne l'approvazione in assemblea (considerato il peso sempre più *determinante* dei pacchetti azionari detenuti dai fondi e dagli altri investitori istituzionali, il cui voto tende a seguire le indicazioni formulate dai consulenti di voto)[10].

In sostanza, l'attività prestata dai *proxy advisors* è in grado di incidere sul successo delle iniziative sottoposte dagli emittenti all'approvazione della compagine sociale, essendo idonea a indirizzare le scelte di voto della maggioranza degli investitori attivisti. Peraltro, un efficiente esercizio dei diritti di voto spettanti agli

[9]Per tale considerazione sia consentito il rinvio a SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, Cacucci, 2016, spec. p. 156 ss.

[10]Cfr. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in Aa.Vv., *Società, banche e crisi d'impresa*, liber amicorum P.Abbadessa, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Torino, Utet, 2014, 1, p. 879 ss.; GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 2 ss.; BLANDINI, *Sui soci di minoranza e sugli investitori istituzionali nelle riforme del nuovo millennio*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, Esi, 2009, 1, p. 97 ss.; CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca e borsa*, 2015, I, p. 157 ss.; BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in Aa.Vv., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di Maugeri, Milano, Giuffrè, 2015, p. 5 ss.; COSSU, *I poteri di voice al tempo delle proxy advisory firms. Premesse per un'indagine*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, Giuffrè, 2016, p. 549 ss.; CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 3 ss.

strumenti rappresentativi di quote del "capitale di rischio" ([11]) contribuisce altresì a una efficace gestione del pubblico risparmio raccolto a monte dagli investitori istituzionali; e ciò nell'assunto che l'approvazione di deliberazioni assembleari orientate alla realizzazione del miglior interesse sociale sia funzionale alla crescita sostenibile del sistema finanziario nel suo complesso, a detrimento di comportamenti opportunistici e con riduzione dei costi di *agency* tipici delle strutture di investimento a partecipazione diffusa.

Tuttavia, i benefici in parola – connessi alla diffusione delle raccomandazioni dei *proxy advisors* – postulano un esercizio diligente di tale attività consulenziale, sia in termini di *standard* qualitativi adottati nel processo di istruttoria e valutazione delle proposte assembleari, sia con riferimento all'assenza di conflitti di interessi che possano compromettere il corretto *agere* dei consulenti di voto.

2. Nonostante la progressiva affermazione del ruolo svolto dai *proxy advisors* nelle dinamiche dei mercati finanziari internazionali, al momento attuale ancora difettano corpi normativi esaustivi e sistematici in materia.

Sebbene le autorità finanziarie sovranazionali abbiano manifestato di preferire l'assenza di una disciplina *ad hoc* sulla consulenza di voto[12] – non diversamente da quanto accadde per le agenzie di *rating* prima che la crisi finanziaria del

[11] La partecipazione al rischio d'impresa spiega l'opportunità di dotare l'investitore del diritto di voto, e cioè di una modalità di contribuzione alla gestione dell'affare alla cui rischiosità si partecipa. Si v., al riguardo, lo studio di CAPRIGLIONE, MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in corso di pubblicazione, consultato grazie alla cortesia degli Autori.

[12] Il 19 febbraio 2013 l'ESMA ha pubblicato – a seguito del Discussion Paper posto in consultazione nel marzo 2012 – il "*Final Report Feedack statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*" in cui ha ritenuto che non sussistessero elementi per ritenere necessario disciplinare appositamente la figura dei *proxy advisors* [in arg. v. MOSCA, *Il Final Report del European Securities and Markets Authority (ESMA) sull'attività dei proxy advisor*, in *Riv. soc.*, 2013, 593 ss.]. Ciò posto l'ESMA ha concluso raccomandando l'adozione, da parte dei principali *proxy advisors*, di un codice di condotta da rispettare su base volontaria. Successivamente, in data 18 dicembre 2015, l'ESMA ha emanato un "*Follow-up Report on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*", in cui ha rilevato una tendenziale implementazione dei *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis* del 5 marzo 2014, *cit*. I rapporti dell'ESMA sopra citati sono consultabili in *www.esma.europa.eu.*

2007 avesse decretato la necessità di una loro puntuale regolamentazione eteronoma – la tendenza più recente del legislatore europeo e di quello statunitense sembra convergere verso l'emanazione di una normativa organica dedicata ai consulenti di voto.

Si fa riferimento, in Europa, alle previsioni sui *proxy advisors* contenute nella proposta di modifica della direttiva sui diritti degli azionisti (c.d. *shareholders' rights directive* n. 2007/36/CE)[13] e, negli Stati Uniti, alla sezione dedicata ai consulenti di voto nella proposta di legge federale (del maggio 2016), nota come *Financial Choice Act of 2016*[14].

Pur condividendo l'obiettivo di regolamentare con norme cogenti l'attività di consulenza in materia di voto, il legislatore europeo e quello statunitense seguono due prospettive di intervento diverse.

In Europa, la proposta di modifica della direttiva sui diritti degli azionisti mira a tutelare lo sviluppo degli emittenti quotati in un orizzonte temporale di lungo periodo, incrementando il livello e la qualità dell'impegno assembleare dei soci più significativi (*i.e*. gli investitori istituzionali e i gestori degli attivi) anche attraverso l'introduzione di obblighi di *disclosure* circa l'attività prestata in loro favore dai *proxy advisors.* Si privilegia, pertanto, una normativa improntata alla *trasparenza (i)* dei metodi valutativi adottati dai consulenti di voto e *(ii)* delle procedure seguite per la prevenzione dei conflitti di interessi.

In particolare, l'art. 3-*decies* della proposta di modifica alla *shareholders' rights directive* rimette agli Stati membri il compito di assicurare che i *proxy advisors (a)* adottino e implementino misure volte a garantire che le loro ricerche e

[13]Si tratta della Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/36/CE del 9 aprile 2014, relativamente all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della Direttiva 2013/34/UE in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario, del 10 aprile 2014. Il testo della proposta di modifica – comprensivo della proposta di emendamenti formulata dal Parlamento europeo in data 8 luglio 2015 e della successiva proposta di modifica del Consiglio dell'Unione Europea del 20 maggio 2016 – è consultabile in *www.eurlex.europa.eu*. In arg. si v. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, fasc. 1, p. 2 ss.
[14]Il testo della proposta di "Financial Choice Act of 2016" è consultabile in *www.congress.gov*.

raccomandazioni di voto siano *accurate* e *affidabili*, *(b)* osservino il codice di condotta da essi applicato, ovvero giustifichino eventuali deviazioni dallo stesso (*comply or explain*), e *(c)* individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interessi, attuale o potenziale, che possa influenzare l'elaborazione della ricerca o della raccomandazione di voto, unitamente alle iniziative intraprese per eliminare o attenuare tale conflitto[15].

Diversamente, negli Stati Uniti la proposta di introdurre una regolamentazione sui consulenti di voto (attraverso una nuova *Section 15H* all'interno del *Securities and Exchange Act of 1934*) è volta a tutelare la posizione dei clienti dei consulenti di voto[16], prevedendo a tal fine l'obbligatoria iscrizione dei *proxy advisors* in un apposito albo (previa autorizzazione della *Securities and Exchange Commission*) da cui discende l'introduzione di una nuova "riserva" di attività (a presidio dell'interesse pubblicistico alla stabilità dei mercati finanziari)[17].

All'autorizzazione all'iscrizione nell'elenco riservato conseguirebbe, pertanto, l'assoggettamento dei *proxy advisors* alla vigilanza esterna esercitata dalla *Securities and Exchange Commission*, oltre a una puntuale disciplina sui criteri valutativi applicati per la formulazione delle raccomandazioni di voto, sulla trasparenza dell'attività e dei servizi prestati, e sulla prevenzione dei conflitti di interessi.

Ai *proxy advisors* registrati negli Stati Uniti sarà inoltre richiesto di dotarsi di una struttura organizzativa e finanziaria adeguata allo svolgimento della propria attività e di condividere anticipatamente con l'emittente le proposte di raccomandazione in corso di definizione, al fine di consentire alle competenti funzioni della

[15]*Amplius* cfr. BALP, *Regulating the proxy advisory industry in Europe: the European Commission's Directive Proposal*, in Atti del convegno su "L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi", tenutosi il 26-27 febbraio 2016 presso l'Università degli Studi Roma Tre.

[16]Come enunciato in apertura del Bill H.R. 5311, ancora in fase di discussione, la proposta di regolamentazione americana sui *proxy advisors* persegue il seguente fine: «*To improve the quality of proxy advisory firms for the protection of investors and the U.S. economy, and in the public interest*». In arg. si v. anche CIOCCA, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016, fasc. 1, p. 1 ss.

[17]A tale obiettivo contribuirebbe un esercizio efficiente e indipendente dei diritti di voto spettanti agli strumenti finanziari gestiti professionalmente dagli investitori istituzionali.

società quotata di fornire al consulente i chiarimenti propedeutici all'emanazione del documento finale. A ciò si aggiunga che i consulenti di voto autorizzati ad operare nel mercato americano dovranno dimostrare l'assenza di conflitti di interessi sia al livello della struttura proprietaria, sia con riferimento all'eventuale prestazione di servizi ancillari che possano compromettere la genuinità delle raccomandazioni di voto da essi formulate.

In sintesi, mentre il progetto di legge federale statunitense mira a disciplinare in maniera sistematica l'operato dei *proxy advisors* – superando il vigente regime regolamentare, caratterizzato da frammentarietà delle fonti normative e dei precetti applicabili[18] – diversamente in Europa gli orientamenti dell'ESMA e del legislatore UE paiono indirizzarsi verso rimedi improntati alla mera trasparenza, senza alcun ricorso a riserve di attività e a forme di supervisione organica sull'operato di tali soggetti.

Sembra, per certi versi, di assistere nuovamente all'approccio divergente con cui nel 2006 le autorità americane e comunitarie affrontarono talune problematiche (all'epoca ancora embrionali) sollevate dal modello di *business* adottato dalle agenzie di *rating*. Anche in quell'occasione, infatti, mentre in Europa la Comunicazione della Commissione n. 2006/C 59/02[19] respinse l'idea di un quadro normativo sistematico per le agenzie di *rating* (preferendo il mantenimento di un fascio di norme che, seppur settoriali, furono considerate soddisfacenti), negli Stati Uniti, invece, si ritenne opportuno emanare una disciplina organica per tali operatori, basata su una riserva di attività (ci si riferisce al *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006)[20].

Il susseguirsi degli eventi ha mostrato che l'opzione statunitense in materia

[18]In tal senso si v. BORSELLI, *Progetto di legge federale negli Stati Uniti per la regolazione dell'attività di proxy advisor*, in *Riv. soc*., 2016, p. 750 ss. Sull'opportunità di tale forma di regolamentazione della materia si v. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The case for Increased Oversight and Control*, in *Stanford J. of law, Business & Finance*, 2009, p. 384 ss.

[19]Pubblicata nella G.U.U.E. dell'11 marzo 2006.

[20]Sul punto sia consentito il rinvio a SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *NLCC*, 2010, spec. p. 300 ss.

di *credit rating* è stata la scelta di politica legislativa più ragionevole fra le due (a cui peraltro si è successivamente uniformata anche l'Unione europea con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, più volte modificato). Ciò posto, deve comunque rilevarsi che, seppur in presenza di una disciplina sistematica in materia, negli Stati Uniti le agenzie di *rating* hanno contribuito al verificarsi della crisi iniziata nel 2007, a testimonianza del fatto che la mera presenza di una regolamentazione cogente non sempre garantisce la protezione degli investitori dai comportamenti opportunistici degli operatori finanziari qualora non sia accompagnata da misure di vigilanza preventiva e repressiva idonee e adeguate allo scopo[21].

3. Come osservato in precedenza, gli investitori istituzionali hanno assunto un ruolo rilevante nelle assemblee delle società quotate (anche italiane) in virtù dei consistenti pacchetti azionari da essi detenuti e delle disposizioni normative che promuovono un comportamento dinamico di tali azionisti nelle adunanze assembleari. Fra di essi, i più attivi sono i gestori collettivi del risparmio (in particolare le Sgr, le Sicav e le Sicaf), i quali, tuttavia, sono tenuti ad esercitare i diritti di voto, inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr da essi gestiti, "*nell'interesse dei partecipanti*" salvo diversa disposizione di legge (cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. e, t.u.f.)[22].

In altre parole, poiché tali investitori gestiscono gli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr guardando all'interesse altrui (*i.e*. quello dei sottoscrittori delle quote dei fondi gestiti), l'espressione del diritto di voto che spetta loro in via originaria[23] non avverrà sulla base di un discrezionale, insindacabile e libero

[21]In arg., in luogo di molti, TROISI, *Le agenzie di rating*, Padova, Cedam, 2013, spec. p. 129 ss.
[22]In arg. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, Cacucci, 2000, spec. p. 213 ss.; TROIANO, Sub *art. 40 t.u.f.*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, Cedam, 1998, I, p. 416 ss.
[23]Cfr. LENER, Sub *art. 4 della legge n. 77 del 1983*, in *NLCC*, 1984, p. 421.

apprezzamento del gestore medesimo, bensì nell'esercizio di una "funzione"[24]. Coerentemente con quanto precede, le strategie adottate dai gestori collettivi del risparmio per l'esercizio dei diritti di voto spettanti agli Oicr sono disciplinate dall'articolo 37 del Regolamento delegato UE n. 231/2013[25].

In base alla disposizione europea da ultimo citata, il gestore deve elaborare strategie adeguate ed efficaci per determinare *quando* e *come* debbano essere esercitati i diritti di voto relativi al portafoglio del fondo gestito, e comunque ad esclusivo beneficio del fondo medesimo e dei suoi investitori[26].

Al fine di fornire alcune linee guida in materia, Assogestioni ha pubblicato i "*Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*" da parte dei gestori collettivi del risparmio[27]. Ciò con il dichiarato obiettivo di stimolare il confronto e la collaborazione fra i gestori e gli emittenti quotati in cui essi investono i patrimoni gestiti nell'ambito dei servizi di gestione collettiva o di gestione di portafogli. Anche il principio di *stewardship* n. 5, fra quelli emanati da Assogestioni, raccomanda alle società di gestione di esercitare il diritto di voto "*nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR*".

Ne deriva che l'"*interesse dei partecipanti*" a cui necessariamente si conformano le scelte di voto espresse dal gestore deve individuarsi nell'«*incremento del valore della quota di propria pertinenza*, *valore che esprime la sintesi degli andamenti dei diversi titoli confluiti nel fondo*» [28], senza che rilevi in alcun modo – se non nei limiti del conflitto di interessi *ex* art. 2373 cod. civ. – la «*sorte di una o più*

[24]Cfr. STELLA RICHTER JR., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia* a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, spec. p. 444.
[25]In tal senso depone l'art. 34, comma 1, del Regolamento congiunto Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, più volte modificato, attuativo dell'art. 6, comma 2-bis, lett. d, del t.u.f.
[26]Ai sensi dell'art. 37 citato nel testo, la strategia di voto adottata dal gestore definisce misure e procedure per: a) monitorare le operazioni sul capitale; b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato; e c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto. Una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie sono messi a disposizione degli investitori su loro richiesta.
[27]I principi italiani di *stewardship* sono stati revisionati nel 2016 e sono consultabili in *www.assogestioni.it*.
[28]Così TROIANO, *cit*., spec. p. 419-20; cfr. anche SEPE, *cit*., spec. p. 214.

delle società i cui titoli pro parte *compongono il fondo comune*» [29].

Il contesto in osservazione spiega il crescente ricorso, da parte di investitori istituzionali (e, in particolare, dei gestori collettivi del risparmio), ai servizi consulenziali prestati dai *proxy advisors*, aventi ad oggetto l'analisi della proposta di deliberazione assembleare su cui il socio è chiamato ad esprimersi (esercitando il diritto di voto spettante agli strumenti finanziari da esso gestiti). La moltitudine dei valori mobiliari votanti detenuti in portafoglio dai gestori – unitamente all'incremento delle materie societarie riservate alla competenza deliberativa dei soci e alla complessità che le caratterizza[30] – hanno reso conveniente per tali investitori l'affidamento di incarichi specifici ai consulenti di voto affinché questi ultimi svolgano per conto del cliente l'attività istruttoria (e talvolta decisoria e rappresentativa) in vista delle adunanze assembleari.

A ciò si aggiunga che sempre più spesso gli investitori professionali gestiscono titoli emessi da società operanti su mercati esteri, e dunque lo svolgimento di un'attività istruttoria e valutativa sul merito delle proposte assembleari diviene compito – non solo oneroso in termini di costi e di tempi, ma anche – complesso dal punto di vista tecnico[31].

Pertanto, la diligenza nell'esercizio dei diritti di voto spettanti agli strumenti finanziari in cui hanno investito gli Oicr gestiti è corroborata dal sistematico coinvolgimento di operatori che professionalmente prestano tale genere di supporto valutativo. Sono tutte ragioni che hanno favorito il *successo* dei *proxy advisors* anche nei mercati finanziari domestici, atteso che i suddetti consulenti sono divenuti parte integrante nel processo funzionale all'esercizio dei diritti di voto da parte

[29] In questi termini TROIANO, *cit*., spec. p. 419.

[30] La tendenza recente verso un rafforzamento delle prerogative dei soci, anche al fine di aumentare il grado di monitoraggio dei *principals* rispetto all'azione degli amministratori, ha favorito una nuova ondata di attivismo e un'espansione del catalogo di materie di competenza assembleare, come ad esempio per il caso del voto consultivo sulla remunerazione degli esponenti aziendali (c.d. *say-on-pay*), sulle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza in cui sia stato rilasciato un parere negativo da parte degli amministratori indipendenti, sul riconoscimento di talune esenzioni in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, e via discorrendo.

[31] Cfr. LARCKER, MCCALL, ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in *J. of Law & Econ*., 2015, p. 176 ss.

degli investitori più rilevanti in termini di possesso azionario.

Tuttavia, rimane da prestare attenzione al parametro con riferimento al quale i *proxy advisors* valutano l'opportunità di raccomandare un voto in favore di una decisione assembleare. Qualora, infatti, l'azionista-cliente si limiti a richiedere raccomandazioni di voto formulate sulla base delle strategie standardizzate adottate dal consulente ("*in house policies*"), è plausibile che l'esercizio di un voto conforme alla suddetta raccomandazione – pur risultando coerente con l'interesse sociale dell'emittente partecipato (e quindi proteggendo l'azionista dal rischio di un conflitto di interessi in assemblea *ex* art. 2373 cod. civ.)[32] – non sia di per sé sufficiente a suffragare un corretto adempimento, da parte del gestore, al dovere di votare nell'*interesse dei partecipanti* al fondo gestito (che potrebbe configurarsi in termini potenzialmente divergenti da quelli dell'interesse sociale dell'emittente partecipato).

Solo nel caso in cui il *proxy advisor* formuli una raccomandazione sulla base delle strategie di voto adottate dall'azionista-cliente – previa comunicazione delle stesse al consulente – il gestore disporrà di argomenti a sostegno di un esercizio concreto del voto nell'interesse dei quotisti dei fondi gestiti, senza tuttavia poter beneficiare, in questa circostanza, delle protezioni dianzi menzionate a fronte di un'eventuale azione invalidatoria o sanzionatoria (v. per gli emittenti bancari e finanziari rispettivamente gli artt. 53, comma 4, t.u.b. e 6, comma 2-*novies*, t.u.f.) derivante dall'espressione di un voto in conflitto con l'interesse sociale dell'emittente partecipato.

Come si dirà *infra*, la scelta fra le due opzioni anzidette è idonea a produrre riverberi anche sulle analisi relative all'eventuale assoggettamento dell'attività svolta dai consulenti di voto ad apposita "*riserva*", e quindi a regole che, come

[32]La questione è avvertita negli Stati Uniti, atteso che la SEC ha affermato che il ricorso alle raccomandazioni di voto del *proxy advisors* elimina il rischio di un voto in conflitto di interessi in capo all'intermediario [cfr. SEC, *Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers*, gennaio 2003, e successivamente *Investment Advisers Act of 1940 – Rule 206(4)-6 Egan Jones Proxy Services*, 27 maggio 2004, entrambe consultabili in *www.sec.gov*].

noto, trovano giustificazione nella rilevanza che l'attività presenta, se esercitata professionalmente, nell'ottica del buon funzionamento del mercato finanziario (il che legittima l'introduzione di limiti al diritto di iniziativa economica costituzionalmente protetto)[33].

4. La natura dei servizi prestati dai consulenti di voto solleva il problema del conflitto di interessi di tali operatori. Come spesso accade ai soggetti che forniscono professionalmente informativa finanziaria derivata – elaborata sulla scorta dei dati e delle notizie provenienti dagli emittenti, e diretta agli investitori affinché ne tengano conto nell'ambito della propria operatività – uno svolgimento corretto e trasparente di tale forma di intermediazione informativa postula l'assenza di comportamenti opportunistici da parte dell'operatore professionale.

In altri termini, si richiede all'operatore di agire nell'esclusivo interesse degli investitori, fornendo loro un prodotto informativo accurato, che sia il frutto di un'attività valutativa indipendente e scevra dalla potenziale influenza di interessi personali del valutatore.

Tale convinzione è diffusa nell'elaborazione legislativa, applicativa e interpretativa in materia di società di revisione, analisti finanziari, agenzie di *rating*. A tali soggetti, infatti, è precluso, con intensità variabile, di operare in conflitto con l'interesse dell'investitore che beneficia dell'informativa ricevuta. E ciò vale a prescindere da chi sia il soggetto che si fa carico dei costi del servizio informativo prestato (potendo essere anche l'emittente valutato, come nel caso della revisione dei conti o del *rating*), e, in talune circostanze, anche in assenza di una relazione contrattuale fra il fornitore di informativa derivata e l'investitore danneggiato che abbia riposto un legittimo affidamento su un prodotto informativo inquinato dal

[33]Così, in luogo di molti, CAPRIGLIONE, Sub *art. 10 t.u.b.*, nel *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* a cura di F.Capriglione, Padova, Cedam, 2012, p. 114 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2016, spec. p. 123.

conflitto di interessi dell'intermediario[34].

Nell'esperienza applicativa il problema del conflitto di interessi del fornitore di informativa derivata si risolve su piani distinti, e segnatamente: *(i)* monitorando la struttura proprietaria dell'intermediario, onde evitare che i suoi azionisti più influenti coincidano con alcuni degli emittenti dallo stesso valutati, *(ii)* limitando la possibilità per tali operatori di prestare servizi ancillari in favore dell'emittente giudicato, al fine di impedire che la valutazione specifica possa essere influenzata dall'esistenza di relazioni economiche significative fra le parti, e *(iii)* introducendo regole di autodisciplina e trasparenza, nei confronti degli investitori e del pubblico in generale, volte ad illustrare il contenuto e i rischi di eventuali situazioni conflittuali[35].

Nel caso specifico dei *proxy advisors*, il conflitto di interessi tradizionalmente più evidente è determinato dal *business model* adottato da taluni di essi (e, in particolare, da ISS-Institutional Shareholder Services Inc., che è il principale operatore del mercato), in base al quale il *proxy advisor* può prestare attività di consulenza in materia di *governance* in favore dell'emittente quotato e poi, al contempo, formulare raccomandazioni di voto (a beneficio degli azionisti-clienti) in merito all'opportunità di approvare in assemblea le modifiche in materia di *governance* che il consulente di voto ha contribuito a strutturare[36].

---

[34]*Amplius* Di DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, Cedam, 2012, p. 259 ss.; GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 214 ss.

[35]In arg. cfr. LAMANDINI, *Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi*, in *Le agenzie di rating*, a cura di A.Principe, Milano, Giuffrè, 2014, p. 179 ss.; LENER, RESCIGNO, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, in *AGE*, 2012, p. 353 ss.

[36]Al riguardo si v. quanto osservato dal *U.S. Government Accountability Officer, Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, consultabile in *www.gao.gov*, giugno 2007, 9 ss., ad avviso del quale «*[i]n the proxy advisory industry, various conflicts of interest can arise that have the potential to influence the research conducted and voting recommendations made by proxy advisory firms. The most commonly cited potential for conflict involves ISS, which provides services to both institutional investor clients and corporate clients. Several other circumstances may lead to potential conflicts on the part of proxy advisory firms, including situations in which owners or executives of proxy advisory firms have an ownership interest in or serve on the board of directors of corporations that have proposals on which the firms are offering vote recommendations. Although the potential for these types of conflicts exists, in its examinations*

Più di recente è emersa anche la preoccupazione che l'azione dei *proxy advisors* possa essere influenzata dagli investitori istituzionali loro clienti, i quali potrebbero avere un interesse a influenzare l'operato dei consulenti di voto al fine di favorire l'approvazione di talune deliberazioni nelle assemblee degli emittenti a cui partecipano[37].

In proposito, sia le *best practices* raccomandate dall'ESMA[38], sia la proposta di modifica della direttiva europea sui diritti degli azionisti[39], ritengono sufficiente che i *proxy advisors* si dotino di politiche di prevenzione e gestione dei potenziali conflitti di interessi (ad es. implementando *chinese walls* che separino i vari servizi resi con riguardo al medesimo emittente), dando notizia al clienti circa la sussistenza di un conflitto specifico e con riguardo alle misure adottate per farvi concretamente fronte.

Diversamente, la proposta di legge federale statunitense, ove dovesse essere effettivamente approvata[40], attribuirebbe alla SEC il potere di emanare regole volte a impedire comportamenti conflittuali dei *proxy advisors* sia in presenza di interessi esterni degli investitori-clienti sia in ipotesi di servizi ancillari eventualmente prestati in favore degli emittenti valutati[41].

A tale ultimo riguardo preme osservare che un dialogo fra *proxy advisor* ed emittente in un momento preventivo rispetto a quello di formale emanazione della raccomandazione di voto – pur potendo compromettere l'autonomia di giu-

of proxy advisory firms that are registered as investment advisers, SEC has not identified any major violations, such as a failure to disclose a conflict, or taken any enforcement actions to date».

[37]Cfr. LI, *cit*., 10 ss.

[38]Si v. ESMA, *Final report*, *cit*., 9 ss.

[39]Cfr. art. 3-*decies*, commi 2, lett. d), e 3, *cit*.

[40]La proposta di legge federale americana ha sollevato diverse critiche, sia da parte dei *proxy advisors* [in particolare si v. ISS, *Statement of Gary Retelny*, consultabile in *www.issgovernance.com*, e GLASS LEWIS, *Statement of Katherine H.Rabin*, consultabile in *www.glasslewis.com*, entrambi del 17 maggio 2016] sia ad opera degli investitori istituzionali, che sono preoccupati dei costi che la consulenza di voto potrebbe assumere in dipendenza dei maggiori oneri regolamentari previsti in capo ai *proxy advisors* [cfr. BERTSCH, *The Regulation of Proxy Advisory Firms*, consultabile in *www.corpgov.law.harvard.edu*, 6 settembre 2016].

[41]Cfr. la *Section* 15H che la proposta di *Financial Choice Act of 2016* intenderebbe introdurre nel Securities and Exchange Act of 1934, *cit*.

dizio del consulente di voto (in particolare ove si trattasse di un servizio ancillare, remunerato dall'emittente, connesso alla stesura della proposta di delibera assembleare) – potrebbe altresì contribuire alla migliore formulazione dell'operazione societaria proposta ai soci.

In altre parole, qualora il coinvolgimento del *proxy advisor* fosse funzionale alla stesura di una proposta deliberativa in grado di incorporare *anche* i *desiderata* dei consulenti di voto – e tale operatore si dotasse di presìdi organizzativi idonei a rimettere il giudizio sulla delibera a un *team* di esperti separato e distinto da quello che ha assistito l'emittente[42] – a beneficiare di tale cooperazione sarebbero tutti i soggetti coinvolti nella vicenda specifica. Per un verso, infatti, l'emittente, i suoi soci non-istituzionali e il *management* riporrebbero un maggiore affidamento su un giudizio futuro positivo da parte dei consulenti di voto; e ciò non tanto per via di potenziali conflitti di interessi in capo al *proxy advisor*, quanto, piuttosto, per il fatto che la delibera proposta già ne rispetterebbe le linee-guida. Per altro verso, gli investitori istituzionali si troverebbero, in principio, ad esprimere un voto su una proposta di delibera che avrebbe già superato un primo vaglio da parte del consulente di voto (fermo restando che essa dovrà poi essere scrutinata dai singoli investitori alla luce delle strategie di voto specifiche adottate).

5. Nel contesto normativo vigente, i *proxy advisors* – pur essendo pacificamente riconducibili alla categoria degli "*investment advisers*" negli Stati Uniti, in quanto essi nella sostanza «*for compensation, engage in the business of issuing reports or analyses concerning securities and providing advice to others as to the value of securities*»[43] – non sono considerati, in Europa, prestatori di un'attività di

[42]Mantenendo comunque riservate le notizie apprese nel corso dell'incarico consulenziale, anche nel rispetto della disciplina sulla *market abuse*.

[43]Come ha avutro modo di osservare la Securities and Exchange Commission statunitense [v. SEC, *Concept Release on the U.S. Proxy System*, 14 luglio 2010, consultabile in *www.sec.gov*, 109 ss.] nella maggior parte dei casi i *proxy advisors* assumono la qualifica di "investment advisers" ai sensi della normativa applicabile; e ciò in quanto «*A person is an "investment adviser" if the person, for compensation, engages in the business of providing advice to others as to the value of securities, whether to invest in, purchase, or sell securities, or issues reports or analyses*

investimento riservata.

Invero, è comunemente osservato in dottrina[44] che la consulenza in materia di voto non integrerebbe i requisiti essenziali della limitrofa attività di "consulenza in materia di investimenti" – notoriamente *riservata* in base alle prescrizioni della MiFID – in quanto nei servizi prestati dai *proxy advisors* in favore dei clienti difetterebbero sia la natura "*personalizzata*" della raccomandazione[45], sia la riferibilità del suo oggetto a "*una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*" (intendendosi per tali, in base all'art. 52 della direttiva 2006/73/CE, le fattispecie di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, ovvero l'esercizio di diritti che ne comportino l'acquisto o la vendita)[46].

---

concerning securities. As described above, proxy advisory firms receive compensation for providing voting recommendations and analysis on matters submitted for a vote at shareholder meetings. These matters may include shareholder proposals, elections for boards of directors, or corporate actions such as mergers. We understand that typically proxy advisory firms represent that they provide their clients with advice designed to enable institutional clients to maximize the value of their investments. In other words, proxy advisory firms provide analyses of shareholder proposals, director candidacies or corporate actions and provide advice concerning particular votes in a manner that is intended to assist their institutional clients in achieving their investment goals with respect to the voting securities they hold. In that way, proxy advisory firms meet the definition of investment adviser because they, for compensation, engage in the business of issuing reports or analyses concerning securities and providing advice to others as to the value of securities.»].

[44]Cfr. MAUGERI, *cit*., 14 ss.; CIOCCA, *cit*., 14 ss.

[45]Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*septies*, Tuf (in attuazione dell'art. 4, comma 1, n. 4, della direttiva n. 2004/39/CE, ora trasfuso nell'art. 4, comma 1, punto 4, della direttiva 2014/65/UE), «*[p]er "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*». *Amplius* in arg. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banc*., 2009, p. 383 ss.; AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in Scritti in onore di Francesco Capriglione, Padova, Cedam, 2010, I, p. 429 ss.; SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, *La MiFID II*, a cura di V.Troiano e R.Motroni, Padova, Cedam, 2016, p. 515 ss.; PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina* in itinere, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, Cedam, p. 347 ss.; MIOTTO, *Le società di consulenza finanziaria (artt. 18-bis – 18 ter t.u.f.)*, in *NLCC*, 2012, p. 1002 ss.; PARRELLA, *Consulenza in materia di investimenti*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, p. 183 ss.

[46]Ai sensi dell'art. 52 della direttiva 2006/73/CE, ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui all'articolo 4, comma 1, n. 4, della direttiva 2004/39/CE, una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua

A ben vedere la *personalizzazione* della raccomandazione di voto nei termini anzidetti si potrebbe configurare qualora gli investitori richiedessero al *proxy advisor* di formulare in loro favore un'analisi "individualizzata" della proposta assembleare, che tenga conto delle strategie di voto adottate dai clienti medesimi. Circostanza, quest'ultima, che pur non essendo diffusa in Europa, è comunque possibile, atteso che le *best practices* dei consulenti di voto annoverano anche le "*custom voting policies*" provenienti dal cliente[47] fra le politiche di voto che il *proxy advisor* può applicare nella propria attività di scrutinio e valutazione della proposta assembleare di volta in volta esaminata.

Sulla base di siffatta circostanza, infatti, la SEC ha ritenuto che i *proxy advisors* possano operare, in certi casi, come *investment advisers*, in considerazione del fatto che essi talvolta prestano "*advice designed to enable institutional clients to maximize the value of their investments*"[48].

Più complessa risulta l'opera di riconduzione della consulenza in materia di voto nell'alveo delle "*operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*". Se è vero, infatti, che l'art. 52 della direttiva 2006/73/CE chiarisce come le operazioni in parola siano quelle dirette a raccomandare la produzione di un effetto *traslativo*, attuale o potenziale, su strumenti finanziari (acquisto, vendita, *et similia*) – trattandosi delle fattispecie in cui tipicamente si realizza un impiego del pubblico risparmio – è altrettanto vero che il legislatore italiano, in sede di recepimento della disciplina MiFID, non ha esplicitamente richiamato tale parte dell'art. 52, «*lasciando all'interprete il compito di attingere direttamente dalla fonte comunitaria e limitandosi a richiamare semplicemente come oggetto della*

qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

[47]Si v. i Best Practices Principles, *cit*.

[48]Cfr. SEC, *Concept Release*, *cit*.

raccomandazione, una o più operazioni aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario»[49].

Tuttavia, anche a voler ritenere consentita un'interpretazione della nozione di *consulenza in materia di investimenti* non necessariamente confinata alla prestazione di raccomandazioni aventi ad oggetto un'operazione *traslativa*[50], rimarrebbe comunque da verificare se la raccomandazione personalizzata sul voto da esprimere in assemblea abbia un contenuto giuridico-economico tale da realizzare un'*operazione relativa ad un determinato strumento finanziario* ai sensi della norma *de qua*.

Al riguardo è stato osservato in dottrina che mentre la consulenza di voto si incentra sugli esiti di una deliberazione assembleare, e quindi su un valore giuridico, la disciplina sulla consulenza in materia di investimenti postula un'operazione diretta all'impiego del risparmio, e dunque funzionale all'allocazione di un valore economico[51].

Ne consegue che una eventuale riconducibilità dell'attività dei *proxy advisors* nelle maglie della consulenza in materia di investimenti postulerebbe, *de iure condito*, non solo la formulazione di raccomandazioni di voto *personalizzate* in ragione delle esigenze specifiche del cliente, ma anche una lettura estensiva del concetto di "*operazioni su determinati strumenti finanziari*", che non solo pre-

[49]Così ATRIGNA, Sub *art. 1 comma 5*-septies *Tuf*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, Utet, 2012, I, spec. p. 67, il quale poi prosegue osservando che «*[u]na raccomandazione personalizzata che avesse ad oggetto un determinato strumento finanziario, anche ove non indicasse esplicitamente un'operazione "rilevante" (ossia di acquisto, vendita, ecc.), ma consentisse di trarre valutazioni in tal senso dal contesto e dai termini e giudizi riportati, avrebbe il medesimo effetto di una diretta indicazione* ».

[50]Per un'interpretazione estensiva del significato di "*transactions in financial instruments*" ai fini che qui interessano sembra deporre il CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID*, *Consultation paper*, consultabile in *www.cesr.eu*, 2009, 9 ss., che ha avuto modo di osservare come in tale ambito «*any advice that relates to particular financial instruments – whether or not transactions ultimately go ahead – could be considered as investment advice under MiFID*». La definizione in esame non subisce modifiche rilevanti nella bozza di art. 9 di Regolamento delegato della Commissione (datata 25 aprile 2016) che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva, consultabile in *www.europa.eu*.

[51]In questi termini si esprime MAUGERI, *cit.*, p. 15.

scinda dalle limitazioni oggettive sancite dalla direttiva 2006/73/CE ma si spinga sino a valorizzare in misura significativa la componente economica sottesa alla disponibilità del diritto di voto connesso a valori mobiliari emessi da società quotate[52].

In ogni caso, rimanendo nel solco degli orientamenti interpretativi che si vanno consolidando nell'ordinamento domestico, sebbene l'attività di consulenza di voto non paia attualmente riservata ad operatori autorizzati e vigilati, è plausibile che l'evoluzione normativa in materia si diriga, *de iure condendo*, verso una siffatta forma di regolamentazione.

In tal senso depone – non solo la proposta di disciplina statunitense sopra richiamata, ma anche – la circostanza che all'attribuzione, a tale tipologia di attività consulenziale, della qualifica di "servizio di investimento" conseguirebbe l'assoggettamento del *proxy advisor* alle regole organizzative e di comportamento prescritte agli intermediari autorizzati e vigilati, a beneficio del sistema finanziario complessivamente inteso[53].

Andrea Sacco Ginevri

Dottore di ricerca in Diritto ed Economia

nell'Università degli Studi Roma Tre

[52]Si tratterebbe di una ricostruzione interpretativa che porterebbe alle estreme conseguenze l'attuale *trend* normativo e fattuale verso una valorizzazione del diritto di voto in sé considerato, come dimostrato, *inter alia*, dalle disposizioni premiali che ne potenziano il peso (*i.e.* le azioni a voto maggiorato), dalle norme che consentono la scissione fra voto e proprietà dell'azione (*record date*), dalla prassi dell'*empty voting*, e via discorrendo.

[53]Cfr. il Regolamento n. 17130 del 12 gennaio 2010, come successivamente modificato, in matria di consulenti finanziari. In arg., in luogo di molti, PELLEGRINI, *MiFID II e complesso autoritativo di vigilanza europea. In particolare, l'ESMA*, in *La MiFID II*, cit., p. 440 ss.; EAD., *Le imprese di investimento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario* a cura di Capriglione, Padova, Cedam, 2015, p. 409 ss.

PIATTAFORME DIGITALI: PUNTO DELLA SITUAZIONE E *CASE STUDY*[*]

(*Digital platforms: state of the art and case study*)

ABSTRACT: *The contribution aims to analyze empirically, also from the point of view of a recent italian law proposal on "Regulation of the digital platforms for the sharing of goods and services and measures for promoting of sharing economy", some Italian cases of digital platforms: identifying the operation, the legal and tax profiles, the impact (actual and potential) in the market and the protection profiles of the users.*

In this context, finally, we will attempt to identify the key existing digital platforms around the world, also imagining - even in perspective - the overall legal scene, necessarily global (to use an overused term), in which the same are moving and always more will move.

SOMMARIO: 1. Quale legislazione potenzialmente applicabile? - 2. Con un po' di immaginazione: gli impatti sui mercati di riferimento. - 3. Conclusioni (possibili) *de iure condendo*.

1. Il primo passo da compiere, in un contributo il cui taglio – necessariamente – deve essere empirico (nonché intrinsecamente parziale) stante la carenza di un quadro, legislativo e non, di riferimento, è quello di fare innanzitutto la necessaria chiarezza anche "terminologica" distinguendo tra sito *internet*, piattaforma digitale e *software*.

La prima domanda infatti che un'azienda che sviluppa tali "prodotti digitali" (chiamiamoli così, per convenzione, in senso generico) rivolge al cliente è che tipo di interazione esiste tra gli utenti ed il prodotto che si intende sviluppare: se l'interazione è minima – nel senso che è solo il proprietario del "prodotto" a caricare i contenuti — si tratta di sito internet; se l'interazione è massima — nel senso

[*]Contributo approvato dai revisori.

che il caricamento dei contenuti avviene da parte di terzi utenti, ed il proprietario/gestore può (ma è una scelta che molti gestori non fanno) fungere da garante/moderatore dei medesimi — allora si tratta di piattaforma digitale; mentre se si tratta di un "prodotto" chiuso, in cui non vi è alcuna interazione da parte degli utenti (che si limitano ad acquistarlo), allora si tratta di un *software*.

Del resto, la definizione preliminarmente abbozzata di piattaforma digitale — l'unica, tra i tre "prodotti" ad essere oggetto di queste sommarie riflessioni — sembrerebbe rispecchiare quella legislativa, o meglio quella in cui si sono cristallizzate le intenzioni del legislatore: che all'art. 2 (*definizioni*) della "Proposta di legge A.C. 3564" presentata dalla Camera dei Deputati il 27 gennaio 2016, pur essendo intitolata "*Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell'economia della condivisione*", si guarda però bene dal definire direttamente le piattaforme (a livello di definizioni vere e proprie, si concentra infatti piuttosto su concetti come "economia della condivisione", "gestore", "utente operatore", "utente fruitore" e "utente"): il che è bizzarro — in quanto se si definisce l'utente ed il gestore della piattaforma, perché non definire anche quest'ultima?, ma tant'è — , ma comunque si riesce ad estrapolarne una definizione là dove si dice che "*i gestori di tali piatttaforme agiscono da abilitatori mettendo in contatto gli utenti e possono offrire servizi di valore aggiunto. I beni che generano valore per la piattaforma appartengono agli utenti*" (art. 2, comma 1, lett. *a*) della Proposta di legge. A.C. 3564, poc'anzi citata).

Il che è perfettamente coerente con la definizione di piattaforma digitale che abbiamo tentato all'inizio del paragrafo, là dove la si è impostata in termini di grado di interazione degli utenti (che deve essere massima, al punto che nel testo di legge si fa intendere che addirittura i beni — immateriali — prodotti dalla piattaforma appartengono agli utenti).

Ciò posto, veniamo a tratteggiare, anche se con veloci pennellate, la legislazione "potenzialmente" applicabile alle piattaforme digitali, per poi concentrarci — se è vero che in materie molto vaste, si è costretti ad esercitare una *actio fi-*

nium regundorum per sperare di arrivare a qualche conclusione attendibile circoscrivendo, e molto, il campo di indagine — su, tra le piattaforme esistenti, quelle di arte, che chi scrive conosce un po' meglio[1] (e soprattutto ha più facile accesso ai dati). Non sarà inutile qui meglio sottolineare come si tratti di legislazione "potenzialmente" applicabile, in quanto oltre agli innegabili aspetti di *intellectual property* — che non interessano in questa sede, non essendo il punto di vista dal quale ci si è posti per guardare al problema[2] — , tutto il resto è, se possibile, ancor più in divenire e ancora confuso, dal punto di vista applicativo, di quanto già non siano i profili di proprietà intellettuale.

Di disciplina delle reti nel diritto dell'economia si è cominciato a parlare già da qualche anno[3], e in tale contesto la si sta ora osservando dal punto di vista delle riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica.

Come è noto quando si parla di "riserve di attività economiche" si fa riferimento soprattutto alla disciplina che trova il cardine nell'art. 43 della Cost.[4], il quale individua delle aree economiche rette da criteri di organizzazione economica diversi dall'economia di mercato. Tali riserve vengono istituite generalmente per legge e per fini di utilità generale, ed implicano una chiusura verso i mercati: il che però non vuol dire che nei mercati riservati operino solamente soggetti pubblici. I privati possono essere presenti, ma solo come concessionari o gestori: un titolo che fa dei privati in questione degli strumenti dei pubblici poteri.

Da tale ottica di osservazione — e tralasciando le questioni dei conflitti tra

[1]Mi sia consentito il rinvio, per tutti, a SEGNALINI, *Dizionario giuridico dell'arte*, Milano, 2010, 1 ss.; e da ultimo a EAD., Art funds *e gestione collettiva del risparmio*, Torino, 2016, p. 1 ss.
[2]Su questi argomenti, in generale, cfr. per tutti SARTOR, *Corso di Informatica Giuridica.* I. *L'informatica giuridica e le tecnologie dell'informazione* , Torino, 2016; DI COCCO - SARTOR (a cura di), *Temi di diritto dell'informatica*[2], a cura di, Torino, 2016.
[3]Cfr. per tutti l'ancora molto attuale DI PORTO, *La discipliana delle reti nel diritto dell'economia*, Padova, 2008.
[4]Art. 43 Cost.: "*A fini di utilità generale la legge può riservare originariamente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo, allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale*".

l'art. 43 della Costituzione italiana ed il diritto europeo[5] — , non si può che osservare come proprio la "Proposta di legge" citata vada nel senso di imporre una regolamentazione, e — per dirla brutalmente — di mettere le briglie al settore, tutto, complessivamente considerato, senza fare distinzioni tra tipo di attività/beni trattati dalla piattaforme; e soprattutto senza operare distinzione alcuna tra, da un lato, piattaforme di piccole dimensioni, che guardano a mercati di nicchia e/o derivano da start-up di giovani, e, dall'altro lato, le piattaforme che possono essere oramai considerate come *major* nel loro mercato di riferimento (e in assoluto come giro di affari).

Proprio l'*actio finium regundorum* (necessariamente) esercitata, e il guardare quindi soprattutto alle piattaforme digitali di arte, consente di sollevare qualche perplessità rispetto a tale approccio. E anche rispetto alle conclusioni che, un po' troppo genericamente, vengono tirate quando si parla di *sharing economy*. Vediamo brevemente perché.

2. Partiamo da alcuni dati[6]: anche in Italia, seppur con una maggiore gradualità rispetto agli inizi, prosegue la crescita della *sharing economy* così come fotografata da dal terzo rapporto annuale sulla mappatura piattaforme collaborative e dal quarto rapporto sulle piattaforme di *crowdfunding*, curate — rispettivamente — dalla società Collaboriamo e dall'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, e presentate a metà novembre scorso in occasione della manifestazione *Sharitaly 2016*.

Dal quadro che ne risulta — secondo il quale vi sarebbero in Italia 138 piat-

[5]Sui rapporti tra l'art. 43 della Cost. e diritto europeo si potrebbe citare molta bibliografia, più o meno recente: per impostare correttamente la questione non si può pero prescindere, da un lato, da alcuni studi, per così dire, "fondativi" come quelli di LUCIANI, *La produzione economica privata nel sistema costituzionale*, Padova, 1983, p. 1 ss.; OPPO, *Costituzione e diritto privato nella "tutela della concorrenza"*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1993, p. 1; e, dall'altro, da alcuni quaderni della Corte Costituzionale come quello di PORCHIA (a cura di), "*Il diritto dell'Unione europea nella giurisprudenza Costituzionale*", febbraio 2014, che contiene una ricognizione delle sentenze, nelle quali viene in rilievo il diritto dell'Unione europea, pronunciate dalla Corte costituzionale dal 2010 al mese di gennaio 2014 (riproponendo con alcuni aggiornamenti il quaderno dedicato al "diritto dell'Unione nella giurisprudenza costituzionale" [STU 248/2013]).

[6]Recentemente pubblicati su «Plus24-Il Sole 24Ore», sabato 19 novembre, 2016, 13.

taforme di *sharing economy* e 68 di *crowdfunding*, contando anche quelle internazionali con sede nel nostro Paese (con un +10% rispetto all'anno precedente) — , si nota un progressivo allargamento delle aree di *business* delle piattaforme (non più solo quelle tradizionali, quindi, come turismo e trasporti, ma nuove aree potenziali che includono servizi alle imprese e alle persone, finanza, cultura, abitare collettivo, etc.).

Le conclusioni di questi rapporti evidenziano come lo sviluppo del settore potrebbe danneggiare alcune imprese attive in comparti tradizionali, che perderebbero di peso ed importanza.

Vero: ma non si può fare — come si dice — di tutta l'erba un fascio.

Esaminiamo quindi più da vicino il caso delle piattaforme d'arte, che sembrerebbe portare a conclusioni di segno radicalmente opposto, per poi tentare — nel paragrafo finale — delle conclusioni che aspirino ad essere di maggior respiro, e soprattutto che permettano di essere considerate come punto di partenza per ulteriori sviluppi, ricerche, e (perché no?) iniziative concrete.

In questo settore stiamo infatti assistendo ad un vero e proprio processo di — così è oramai definito da molti — "democratizzazione dell'arte": complici, per l'appunto, le varie piattaforme che operano nel mercato. Sembra infatti passato un secolo da quando, nel 1999, eBay acquistò Butterfield & Butterfield (una casa d'aste tradizionale) per acquistare credibilità nella fascia alta del mercato dell'arte, rivendendolo però solo tre anni dopo a Bonhams, per le difficoltà di trovare acquirenti disposti a comprare arte costosa *online*. Oggi infatti tutte le *major*, tra le case d'asta, conducono le aste *online* — più o meno tramite una piattaforma comune, a ciò deputata — , e si calcola che il 78% dei c.d. *millenials* scopre l'arte su Instagram e Pinterest, per cui tali futuri acquirenti (si pensa) saranno naturalmente portati ad utilizzare, per gli acquisti, le piattaforme di arte.

Gli analisti[7] sostengono poi come vi sia un minimo comune denominatore

[7]Come Moira Beningson, *managing partner* di *The MBSGroup*, nonché autrice di "*Art Meets Tech: the democratisation of art*", da cui ampiamente si sono tratti i dati citati in questo paragrafo.

tra le *start-up* emergenti nel mondo dell'arte (e più in generale tra le piattaforme, i siti, ed i *softwares* che sono stati creati per il settore[8]): esse infatti condividono una visione del (loro piccolo?) mondo in cui una più ampia fascia di utenti apprezzerà sempre di più i valori dell'arte, e vorrà farne parte acquistando (quasi) giornalmente arte, a piccoli prezzi. Giustamente questo processo viene definito "democratizzazione dell'arte".

Un processo che viene sostenuto da quell'altro trend del mercato che viene sintetizzato nell'espressione "see now, buy now", e che ha portato anche case d'aste tradizionali — come Christie's e Bukowski's — a vendere porzioni delle opere a prezzi accessibili.

Se quindi il primo impatto di questo tipo di piattaforme è la democratizzazione di un settore che democratico non è mai stato, e mai lo sarà del tutto, per definizione — celebre l'aforisma di Oscar Wilde secondo cui "non è l'arte a dover divenire più popolare, ma il pubblico a dover diventare più artistico" — , si può presumere che tale impatto sia comune a tutti i tipi di piattaforme, e che questo implichi una particolare attenzione del regolatore della materia.

Una materia nella quale si dovrebbero quindi ben ponderare i vari interessi in gioco, e soprattutto i vari attori del mercato, che hanno pesi ben diversi sul medesimo.

3. Questo per dire che la risposta del legislatore non può essere univoca, per fenomeni che sono solo apparentemente simili: non si può infatti mettere sullo stesso piano Uber o AirBnb con le *start-up* che quasi ogni giorno nascono, anche in Italia, con la complicità del fatto che, perlomeno per partire (alla meno peggio), bastano poche migliaia di euro e qualche competenza informatica che ai

[8]Senza pretese di esaustività, si citano qui — chi legge potrà poi agevolmente trovare tutte le informazioni sui singoli "prodotti" andando sui relativi siti — le principali piattaforme, siti e *software* attivi, e maggiormente utilizzati, nel mondo dell'arte, divisi per categorie: piattaforme: Artsy, Vastari, Shutterstock, Etsy, Mutualart, BeArt, Artprice, Artnet – siti *internet*: Artuner, Larry's List, (e tutti i siti che si limitano a vendere arte, come fossero una galleria – con contenuti vari di contorno - *online*); *software* (o *app*): Artshell, Collectrium, Art Binder, Art Butler.

millenials non difetta di certo.

Provvedimenti però come quello che abbiamo visto giacere (per fortuna) alla Camera dei Deputati non possono però di certo giovare il settore: imbrigliare, burocratizzare il settore, di certo non giova, non aiuta i giovani imprenditori (o aspiranti tali) e li fa fuggire all'estero. Dove, a tacer d'altro, trovano meno tasse e meno formalità burocratiche da adempiere.

Quindi, ponendoci dal punto di vista delle riserve di attività economica, verrebbe da dire che almeno per il momento — e anche nel caso in cui le piattaforme digitali si rivolgessero ai tradizionali settori oggetto di riserva economica (come energia e servizi pubblici essenziali) — andrebbero lasciati liberi. Perlomeno in una fase di crescita.

Perché la crescita, in questo settore, non è affatto scontata (e non la si può quindi ostacolare prima del tempo).

Sembrerebbe infatti che siamo entrati ufficialmente in un'epoca in cui saremo sì (tutti) più tecnologici, ma molto meno produttivi: lo chiamano il paradosso dell'era digitale[9].

Si calcola infatti che negli Stati Uniti — patria delle novità tecnologiche — la produttività sia destinata, nel 2016, a diminuire per la prima volta in trent'anni[10].

Il dubbio che la rivoluzione tecnologica in corso non fosse paragonabile a quella esplosa a cavallo del Novecento l'avevano già avuto più di un'economista[11].

Qualche mese fa l'Ocse, l'organizzazione che raggruppa i paesi ricchi, ha fornito i numeri: l'Italia (dove l'indicatore è fermo a zero da dieci anni) è sicuramente un caso limite, ma pare essere in ottima compagnia (persino, per restare all'Europa, della Germania, la cui produttività è in caduta libera).

[9]Senza arrivare alla tesi tanto estrema quanto (intelligentemente) provocatoria di FERRAROTTI, *Un popolo di frenetici informatissimi idioti*, Chieti, 2012 (in cui il termine "idioti" viene utilizzato nel senso di "localizzati", "irretiti", "prigionieri nel web").

[10]I dati citati e le considerazioni di questo § conclusivo sono tratte da RICCI, "*Più tecnologici meno produttivi il paradosso dell'era digitale. I dati Ocse preoccupano gli economisti*", in «La Repubblica», martedì 7 giugno 2016.

[11]Solo per citarne un paio, si pensi a Tyler Cowen e a Robert Gordon.

Ad alcuni viene il dubbio che gli strumenti con cui si valuta la produttività per ore lavorate non siano in grado di cogliere i contributi di Big Data o di realtà come Airbnb o Uber, forse più difficilmente intercettabili nel Pil. Altri invece piuttosto pensano che le (troppe?) *start-up* di questi tempi perdono invece di guadagnare perché, come rivelano gli indicatori di produttività, questo in realtà si meritano.

Altri ancora sostengono che l'innovazione tecnologica non ha in realtà ancora dispiegato i suoi effetti, perché appare ancora troppo incentrata sull'intrattenimento personale piuttosto che sulla produzione, e forse di tutto ciò non abbiamo ancora capito che farcene e comunque non avrà mai gli effetti dirompenti (sulle nostre vite) che hanno avuto l'elettricità, il telefono, il motore a scoppio, l'acqua corrente nelle case (anche in termini di tempo liberato, là dove sembriamo ora diventati schiavi, prigionieri delle tecnologie).

Forse, allora, pensano gli economisti, andiamo verso la Grande Stagnazione; o piuttosto, come sostiene Robert Gordon, stiamo solo andando verso la normalità, il *boom* economico di produttività degli ultimi due secoli di rivoluzione industriale è stato, per l'appunto, un *boom*, un'eccezione, e dobbiamo abituarci a rientrare in parametri di produttività zero (o quasi).

Forse — aggiungiamo sommessamente da giuristi — potremmo cominciare, nel nostro piccolo, a non mettere troppi vincoli burocratici e legislativi (spesso solo per paura del nuovo) e a tenere la mano dello Stato fuori dal campo delle *start-up*, almeno, come si diceva, in questa prima fase.

Silvia Segnalini

Ricercatore confermato
di diritto romano e diritti dell'antichità
nell'Università di Roma "La Sapienza"