

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

3 / 2021

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 Editoriale

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, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, 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, G. Di Gaspare, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, 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 dissenzianti, 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. Ammannati, G. Berti De Marinis, A. Blandini, G. Colavitti, L. Di Brina, F. Massa Felsani,
M. Maugeri, F. Moliterni, I. Sabbatelli, A. Sacco Ginevri

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE, MARCO SEPE – <i>Riflessioni a margine del Diritto dell’economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca</i> (Considerations alongside the Economic Law. Identity character and scope of the research).....	385
MIRELLA PELLEGRINI – <i>L’intelligenza artificiale nell’organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?</i> (Artificial intelligence in the banking organizations: challenges for the regulator).....	422
VINCENZO TROIANO – <i>La pre-commercializzazione di FIA riservati</i> (The pre-marketing of reserved AIFs).....	440
ALLEGRA CANEPA – <i>Big tech e mercati finanziari: “sbarco pacifico” o “invasione”? Analisi di un “approdo” con offerta “à la carte”</i> (Big Tech and financial markets: "peaceful landing" or "invasion"? Analysis of a "landing" with an "à la carte" offer).....	465

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

MARINA CHIARELLI – <i>Il diritto al "silenzio" nei confronti della Banca d'Italia e della Consob</i> (The right to "silence" against of the Bank of Italy and Consob), nota a sentenza della Corte Costituzionale n. 84 del 30 aprile 2021.....	138
ENRICO LOCASCIO ALIBERTI – <i>In tema di danno e responsabilità da cessione di non performing loans privi delle garanzie pattuite</i> (Damage and liability from the transfer of non performing loans lacking the agreed warranties), nota a sentenza della Corte di Cassazione n. 11583 del 15 giugno 2020.....	166

PARTE PRIMA

ARTICOLI

**RIFLESSIONI A MARGINE DEL DIRITTO DELL'ECONOMIA.
CARATTERE IDENTITARIO ED AMBITO DELLA RICERCA ***

(Considerations alongside the Economic Law. Identity character and scope of the research)

ABSTRACT: *In a recent conference of ADDE (Association of Economic Law scholars) there was a prominent debate on the opportunity to expand the contents of «economic law»; hence the need to clarify the contours of this research field and its main features.*

*Looking at the substance of this debate, it is relevant to consider the regulation of production processes and distribution of wealth, which are the main elements of various articulations of subjects relating to this disciplinary sector. In this context, the research extends from the analysis of contractual relationships which qualify the business of international commercial activities to the evolution of *lex mercatoria*.*

Therefore, the research is not limited to the definition of civil provisions connected to the contractual relations of market participants, but it extends to the causes which characterize those relationships, particularly the «information asymmetries» between intermediaries and investors/consumers. The need to carry out specific research analysis becomes the foundation of a full independence of «economic law», notwithstanding the growing relevance of «flexibility» of the boundaries of knowledge.

The application of an «interdisciplinary method» confers unity to the studies that refer to this sector; this is confirmed by the wording of 'declaration' and its contents as formulated in the Annex B of the Ministerial Decree 4 October 2000, in which it is expressly stated that these studies are conducted «according to an interdisciplinary method». It is evident that the regulator has identified in this

*Il presente lavoro è frutto di una comune e condivisa riflessione degli Autori. La premessa e le conclusioni sono state elaborate congiuntamente, vanno attribuiti a F. Capriglione i paragrafi nn. 4, 5, 6, 7, 11, 12, a M. Sepe i paragrafi nn 2, 3, 8, 9, 10.

interdisciplinary method the key feature with respect to other different disciplines, recognising at the same time the various interests which run into the definition of matters of the «economic law».

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Alcune coordinate normative - 3. Il diritto dell'economia nelle declaratorie ministeriali - 4. Il diritto dell'economia e la razionalità economica... - 5. Segue: ... il diritto dell'economia nel rapporto con il contratto, l'impresa, il potere pubblico e il mercato. - 6. Le ragioni dell'autonomia disciplinare. - 7. Segue: ... un confutabile orientamento dottrinale. - 8. Specificità del metodo di ricerca: l'interdisciplinarietà - 9. Segue: ... l'interdisciplinarietà e le nuove frontiere del digitale. - 10. La riferibilità del diritto dell'economia al settore bancario, finanziario e assicurativo ... - 11. Interazione del diritto dell'economia con altri saperi. - 12. Segue: critica a talune proposte di modifiche disciplinari. - 13. Conclusioni.

1. In un recente convegno dell'ADDE (Associazione dei docenti di diritto della economia) il dibattito tra i partecipanti è stato incentrato sui confini (e, dunque, sulle materie oggetto d'insegnamento) del «diritto dell'economia»; tematica sollecitata da alcune proposte rivenienti da studiosi appartenenti ad altri raggruppamenti scientifici, da tempo interessati ad espandere l'ambito delle materie oggetto della loro disciplina.

Ne consegue che la discussione, promossa per meri interessi accademici da docenti esterni al raggruppamento che ci occupa, si è presto allargata all'esame delle radici di quest'ultimo e, più in generale, all'analisi della specificità dei contenuti e della metodologia cui deve essere improntata la ricerca di coloro che ne fanno parte. Il dibattito, che ha caratterizzato l'incontro, ha evidenziato posizioni differenziate in ordine al riconoscimento di una inequivoca identità al «diritto della economia»; ed invero, analogamente (e quasi in risposta) alle tendenze sopra ricordate rivenienti da altri raggruppamenti, è emerso l'orientamento di taluni ad espandere detta materia fino a ricomprendere insegnamenti che, ad un'attenta analisi, appaiono invece tipicamente propri di altri settori disciplinari.

Ciò rende necessaria, a nostro avviso, una riflessione chiarificatrice; sì da

dissipare i dubbi che, in detta sede, hanno fatto ipotizzare come possibile un'*actio finium regundorum* finalizzata alla ridefinizione dell'ambito di una disciplina che presenta elementi intrinseci per una qualificazione distinta rispetto ad altre, con le quali può avere in comune la mera riferibilità al fattore economico.

2. La riflessione non può che partire dal dato normativo, salvo verificare se poi questo sia coerente con la realtà fattuale e l'evoluzione prospettica. A tal proposito, il principio cardine è espresso dall'art. 33 Cost. secondo cui "*l'arte e la scienza sono libere e libero ne è l'insegnamento*", da cui consegue che nessuno studioso è vincolato a un determinato sapere o trova limiti nella sua libertà d'indagine a specifici ambiti o settori. Tale libertà non riguarda poi solo lo studio, ma anche l' "*insegnamento*", nel senso di escludere nella trasmissione e diffusione del sapere il c.d. "*pensiero unico*" (da intendere come precostituite impostazioni didattiche), essendo valorizzato da detta norma il principio pluralistico e lo spirito critico.

Ciò premesso, la disciplina primaria vigente, attribuisce un ruolo centrale all'afferenza disciplinare dei docenti universitari, ovvero alla loro collocazione scientifica nel sistema universitario.

In particolare, l'art. 15 della legge 240/2010 (c.d. riforma Gelmini), articola in tre livelli, da quello più specifico a quello più generale, i raggruppamenti scientifici (intesi in senso lato) in cui i docenti universitari vengono a collocarsi, e precisamente: i settori scientifico disciplinari (SSD, attualmente 383), i settori concorsuali (SC, attualmente 190) e i macro settori concorsuali (MSC, attualmente 86, suddivisi in 14 aree che fanno riferimento alle aree individuate dal CUN).

Le aggregazioni degli SSD nei SC e di questi ultimi nei MSC¹ sono definite, con cadenza almeno quinquennale, con decreto del Ministro, sentito il CUN, secondo criteri di affinità scientifica. L'assetto sopra riportato è stato da ultimo definito con DM del MUR del 30.10.2015 n. 855 ed essendo allo studio del Ministero una

¹ Ad un SC può corrispondere uno o più SSD, mentre i MSC sono sempre costituiti da più SC.

rivisitazione di tale assetto, ciò spiega anche l'attivismo e le prese di posizione delle varie aree del sapere, riferibili ai SSD, nella riaffermazione di una loro identità e autonomia scientifica, che non li ponga in posizione deteriore nella prospettata opera di riordino².

La rilevanza delle aggregazioni disciplinari suddette risiede nella circostanza che esse sono alla base di molti aspetti organizzativi delle Università, dall'articolazione degli ordinamenti didattici dei corsi di studio, alla caratterizzazione dei Dipartimenti universitari, alla formazione delle commissioni di concorso per l'Abilitazione Scientifica nazionale (ASN), al reclutamento dei docenti.

In particolare, i settori scientifici disciplinari, cui deve afferire ciascun docente universitario, sono utilizzati esclusivamente per quanto concerne le chiamate, l'attribuzione di assegni di ricerca, i contratti a termine per attività d'insegnamento, la selezione di ricercatori a tempo determinato (art. 18, 22, 23 e 24 della legge 240/2010), nonché per la definizione degli ordinamenti didattici (cfr art. 17, co. 95, legge 127/1997). Va da sé che tuttavia, dall'afferenza (*id est* dall'adesione) a un certo SSD, consegue poi l'inquadramento in specifici SC e MSC.

In ossequio al principio di libertà di cui sopra, nel corso della carriera, è consentito ai docenti il cambio di afferenza disciplinare, che avviene su richiesta del singolo a seguito di delibera degli organi di governo dell'ateneo, previo parere del CUN. Tale parere, che deve essere reso entro 60 giorni dalla richiesta, è obbligatorio, ma non vincolante nel caso di richiesta di passaggio tra Settori Scientifico Disciplinari o Settori Concorsuali compresi nello stesso Macro Settore Concorsuale; è obbligatorio e vincolante nel caso di richiesta di passaggio tra Settori Concorsuali appartenenti a Macro Settori diversi.

Il parere del CUN, non si limita a tenere conto delle esigenze organizzative e

²Valga per tutti ricordare, in materie a noi vicine, gli scritti da ultimo di VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2/2021, p. 723 ss e COMENALE PINTO, "Il diritto vivente e l'autonomia del diritto della navigazione. Interrogativi agli albori del terzo millennio", in *Rivista del diritto della navigazione*, n. 1/2021, p. 3 e ss..

dell'autonomia della singola Università richiedente, ma viene espresso valutando, tra l'altro, la coerenza dell'attività scientifica ed eventualmente didattica svolta dal richiedente con quanto previsto nella declaratoria del settore di destinazione³.

3. Cruciali, sotto un profilo normativo, sono dunque le c.d. declaratorie di settore, declaratorie che sono declinate sia per i settori scientifici disciplinari (cfr. all. "B" del d.m. MIUR 4.10.2000, come modificato da d.m. MIUR 18.03.2015), sia per i settori concorsuali (cfr. all. "B", al d.m. MIUR 30.10.2015 n. 855).

Con specifico riferimento al "Diritto dell'economia" la declaratoria di SSD (IUS/05) espressamente prevede che il *"il settore comprende gli studi relativi alla regolamentazione delle attività economiche, volti ad approfondirne i profili pubblicistici e privatistici secondo un metodo interdisciplinare. Gli studi attengono, in particolare, agli ordinamenti settoriali dell'attività bancaria, finanziaria ed assicurativa."*

In termini sostanzialmente analoghi si esprime la declaratoria relativa al SC (12/E3) denominato "Diritto dell'economia, dei mercati finanziari e agroalimentari e della navigazione" che comprende, oltre il diritto dell'economia (IUS 05), il diritto della navigazione (IUS/06) e il diritto agrario (IUS/03)⁴.

Dalle declaratorie suddette emergono i tratti che, sotto il profilo normativo, caratterizzano gli studiosi di diritto dell'economia, vale a dire coloro che orientano i

³Cfr. da ultimo *Determinazione CUN* resa nell'adunanza del 13.06.2018 con riferimento ai passaggi di SSD e SC dei ricercatori a tempo determinato. Si veda anche la risalente intesa del 23 aprile 1999, tra CRUI (Conferenza Unificata dei Rettori) e il CUN, nella quale, nello stabilire che i regolamenti di Ateneo prevedessero che gli atti riguardanti i trasferimenti di settore fossero trasmessi al CUN per un preventivo parere, si fondava tra l'altro tale esigenza sul presupposto di *"considerare attentamente gli effetti che i trasferimenti di settore apportano al panorama accademico nazionale e ai conseguenti raggruppamenti elettorali"*.

⁴Nello specifico la declaratoria afferma che *"Il settore comprende l'attività scientifica e didattico-formativa degli studi relativi alla regolamentazione delle attività economiche, volti ad approfondirne i profili pubblicistici e privatistici secondo un metodo interdisciplinare, tenendo conto della dimensione plurale e multilivello della regolazione. Gli studi attengono alla disciplina delle attività dei privati e dei pubblici poteri a tutti i livelli, che riguardano lo svolgimento e la regolazione delle attività economiche: dall'industria, ai servizi pubblici, ai mercati bancari, finanziari ed assicurativi, alla infrastrutture ed ai mercati agricoli-alimentari. Il settore attiene altresì agli studi relativi all'ordinamento speciale ed autonomo della navigazione marittima, interna ed area, al diritto dei trasporti e al diritto aerospaziale"*.

loro studi *“alla regolamentazione delle attività economiche”*, utilizzano un *“metodo interdisciplinare”* che può (*rectius*: deve) ricomprendere i profili privatistici e pubblicistici e le loro relazioni delle materie oggetto d'indagine, individuandosi poi un *“core business”* essenziale *“negli ordinamenti settoriali dell'attività bancaria, finanziaria e assicurativa”*, senza tuttavia escludere ulteriori ambiti d'indagine, relativi alla regolamentazione delle altre attività economiche.

Ed è proprio il riferimento all'attività bancaria, finanziaria e assicurativa che ha costituito il punto di sovrapposizione, se non di attrito, con i *“commercialisti”*, tanto da far inopinatamente prefigurare, da taluni loro esponenti di associazioni di settore, quello che è stato ritenuto un *“anschluss”* del SSD, o un' *“OPA”* sui docenti di diritto dell'economia. Ciò nel presupposto che la loro declaratoria di *“diritto commerciale”* (IUS/04) prevede che *“il settore comprende gli studi relativi alla disciplina di diritto privato dell'attività e degli atti di impresa, con particolare riferimento agli statuti professionali dell'imprenditore e dell'imprenditore commerciale, alle società, ai contratti di impresa, al diritto industriale, al diritto d'autore, agli aspetti privatistici delle procedure concorsuali, ai settori bancario ed assicurativo”*.

Fermo restando che non è qui in discussione, né potrebbe esserlo, la libertà di studi, essendo ogni studioso libero di approfondire ciò che più ritiene di suo interesse⁵, appare *per tabulas* chiaro che il riferimento *“ai settori bancario ed assicurativo”* è limitato agli aspetti privatistici dell'attività e degli atti d'impresa, senza nemmeno che a tali profili di studio possa essere ascritto (come è invece nel caso del diritto dell'economia) un ruolo centrale ed essenziale.

Nel senso suddetto induce ad opinare la ancora più chiara declaratoria relativa al SC del diritto commerciale (12/B1), laddove si specifica che *“Il settore comprende l'attività scientifica e didattico-formativa degli studi relativi alla disciplina di diritto privato dell'attività e degli atti di impresa, con particolare*

⁵ Tant'è che, come detto, è espressamente disciplinato anche il passaggio di afferenza da un SSD a uno diverso.

riferimento ... (tra gli altri) ... *agli aspetti privatistici delle procedure concorsuali, dei settori bancario, finanziario e assicurativo*".

D'altronde la riferibilità, *ratione materiae*, del "settore finanziario" (da intendersi in senso lato), al SC cui appartiene il diritto dell'economia appare nella stessa intitolazione del settore 12/E3 (per l'appunto, Diritto dell'economia, *dei mercati finanziari* e agroalimentari e della navigazione), tanto da assurgere ad autonoma rilevanza nella intitolazione stessa, laddove poi nella declinazione vi è un esplicito richiamo ai "*mercati, bancari, finanziari ed assicurativi*".

Va da sé che l'assetto illustrato, potrebbe subire mutamenti in ordine alla prospettata revisione (in relazione alla quale si delineano incisive semplificazioni ed accorpamenti di SSD, Sc e MSC) e alla comparazione con altri sistemi universitari, particolarmente con quelli di matrice anglossasone, alieni a rigide compartimentazioni degli studi e degli studiosi.

Ma ciò fa ritenere ancor più necessario riflettere sulle caratteristiche identitarie della nostra disciplina, sia per affrontare il processo di un'eventuale riforma, sia per riaffermare la specificità di un ambito e un metodo d'indagine.

4. Costituisce ormai un dato di comune e generalizzata condivisione l'esigenza di ricondurre l'analisi dei fenomeni che si dibattono in ambito giuridico ai fondamenti della razionalità economica. Del pari, fa parte dell'immaginario collettivo di noi tutti il convincimento secondo cui solo l'ordine che viene da «regole giuste» può eliminare gli squilibri, le antinomie che alterano l'andamento dei mercati, condizionando lo sviluppo della collettività.

Già nel passato venne avvertita l'esigenza di approfondire gli aspetti tecnici sottostanti a talune problematiche giuridiche, avendo riguardo alle peculiarità della materia oggetto di regolazione. Fin dal secolo scorso il ricorso alle valutazioni tipiche dell'*analisi economica del diritto* ha consentito di valutare gli effetti dell'impatto sulla realtà socio giuridica di nuovi complessi dispositivi riguardanti specifici fenomeni economici, sì da fornire utili spunti per la comprensione delle

difficoltà di messa a regime di nuove procedure. Un ulteriore, delicato compito sembra oggi debba essere assegnato agli studi di diritto della economia ed alla ricerca volta ad approfondirne gli ambiti ed a svilupparne la portata: esso deriva dal bisogno di conoscenza delle variegata e composite ragioni che sono alla base di una realtà in rapida trasformazione. Lo sviluppo dell'innovazione tecnologica ha, infatti, mutato la capacità degli strumenti interpretativi che, nel rispetto dei canoni tradizionali dell'ermeneutica giuridica, sono d'ausilio nella semplificazione dei processi e nella definizione dei modelli di riferimento o *in fieri*.

L'*agere* economico ha subito nel tempo un profondo cambiamento che, unitamente alla liberalizzazione recata dal processo d'integrazione europea, richiede la predisposizione di appropriate forme di tutela sempre più rivolte alla trasparenza dei rapporti ed alla individuazione di nuovi presidi a fronte della riduzione dei vincoli che connota le nuove linee guida dei poteri autoritativi (al «vertice» dei sistemi economico finanziari). Si delinea uno scenario nel quale si identificano gli obiettivi primari di una ricerca scientifica che vuole essere determinante nella sua destinazione funzionale.

Sotto altro profilo, in tale tipologia d'indagini al rigore delle regole si affiancano valutazioni concernenti la eticità dei comportamenti; da qui la particolare prospettiva che presenta la ricerca nella quale autodisciplina e correttezza divengono i capisaldi di un paradigma che affida il raggiungimento di elevati livelli di salvaguardia, di integrità e di stabilità dei sistemi a meccanismi di autogoverno unitamente al senso di responsabilità degli operatori. Diviene possibile in tal modo superare le difficoltà rivenienti dal processo di globalizzazione e, dunque, dall'ampliamento delle relazioni economico-finanziarie, che ad esso consegue; nel contempo appare realizzabile una significativa diffusione dei benefici riconducibili alla socialità, intesa quale comunanza di vita, la quale pone a suo fondamento una «crescita d'insieme».

In tale contesto, la fenomenologia economica e giuridica evidenzia quale e quanta sia l'incidenza che su di essa esplicano gli impulsi attivati dal mondo post-

industriale e, in particolare, dal settore finanziario. Ciò rende possibile la conoscenza della realtà contemporanea, nella quale la chiarificazione di eventi complessi si accompagna alla individuazione delle forme tecniche che consentono di salvaguardare i diritti fondamentali; all'uopo sottolineando l'importanza della funzione di mediazione svolta dalla legislazione, nonché i limiti della tecnica nella definizione dei criteri disciplinari. Si individua, per tal via, quello che è il criterio guida della *mission* culturale e scientifica del diritto dell'economia: aver riguardo alle tematiche concernenti il settore di riferimento per evidenziarne la specificità e approfondirne la valenza.

È evidente il rilievo sistemico che, per tal via, si conferisce alle indagini effettuate *in subiecta materia*: in esse la 'funzione del diritto' - grazie alla compiuta analisi che il criterio metodologico utilizzato (del quale si dirà qui di seguito) consente di realizzare - assume una caratterizzazione che si qualifica in chiave meno *neutra* rispetto al passato. Ciò in quanto la stretta correlazione tra l'economia ed il potere politico assurge a presupposto di una vettorialità interpretativa la quale è strumentale al superamento delle incertezze e delle difficoltà che si evidenziano sul piano sostanziale. In tale logica, volendo identificare i contenuti dell'analisi che ci occupa, bisogna aver riguardo alla variegata articolazione delle materie tipicamente proprie del «diritto dell'economia» e, più in generale, alla regolazione dei processi di produzione e distribuzione della ricchezza.

5. Si delinea, quindi, un contesto nel quale l'analisi spazia dall'esame dei contenuti dei rapporti negoziali che qualificano l'essenza dell'attività in osservazione, alla rilevanza dei riflessi di carattere generale sulla medesima, evidenziando la sua stretta correlazione all'evoluzione dei commerci internazionali e della *lex mercatoria*⁶. In particolare, occorre far presente che, sul versante delle forme operative che qui rilevano, un ruolo primario va ascritto a quelle che si

⁶Cfr. GALGANO - MARELLA, *Diritto e prassi del commercio internazionale*, Milano, 2010, *passim*; CARBONE, *Autonomia privata e commercio internazionale*, Milano, 2014, *passim*.

svolgono nel *mercato* attraverso l'azione intermediatrice di coloro che in quest'ultimo svolgono detta funzione.

È evidente come il diritto sia qui chiamato ad assolvere la sua vocazione di portatore di regole universali, «consentendo la riferibilità a complessi dispositivi, nei quali sono disegnati e delimitati idonei schemi organizzativi ed operativi»⁷. Va, peraltro, sottolineato che l'approccio giuridico che si qualifica per l'appartenenza al «diritto dell'economia» non potrà essere generalista, vale a dire destinato ad estendere l'indagine a qualsivoglia tematica per la quale sia possibile una qualche riferibilità al dato economico; ciò equivarrebbe alla negazione della *tipicità* propria della disciplina in parola, necessario presupposto per una piena e corretta comprensione dei fenomeni oggetto di esame.

Pertanto la ricerca, nel considerare gli 'istituti' che contraddistinguono *anche* altre discipline, ne dovrà valutare la eziologia e i caratteri da un'angolazione prospettica, funzionale alla trattazione dei rapporti e delle situazioni che connotano l'esercizio dell'attività economica e finanziaria. Ai fini della identificazione di un legame giuridico tra dette discipline e quella che qui ci occupa, quel che necessita tener presente è la riferibilità ai capisaldi presenti in ogni ipotesi ricostruttiva praticata dalla dottrina nel configurare i contenuti che caratterizzano, per solito, le indagini in *subiecta materia*. Nello specifico si ha riguardo: *a)* al *contratto* col quale i soggetti interessati convengono le forme attraverso cui dovrà trovare esplicitazione l'attività di cui trattasi, fissando i limiti delle reciproche prestazioni; *b)* all'*impresa* che svolge l'attività economica e, dunque, alla sua organizzazione ed ai relativi meccanismi di funzionamento; *c)* ai *pubblici poteri* che sovrintendono alla correttezza gestionale dei soggetti che operano, affinché la loro azione sia efficiente e coerente con i canoni della correttezza tecnica, oltre che comportamentale⁸; *d)* al *mercato*, quale ambiente giuridico/economico risultante

⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *Ordine giuridico e processo economico nell'analisi di law and economics*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2016, p. 19.

⁸Cfr. tra gli altri DONATI, voce *Assicurazione*, in *Enc. dir.*, vol. III, Milano, 1958; SALANITRO, *Le banche e i contratti bancari*, Torino, 1983; BUONOCORE, *Contratto e mercato*, in *Giur. com.*,

dalla interazione e sintesi tra i diversi fattori che precedono.

Ed invero, come è stato sottolineato da un autorevole studioso, il contratto segna «il punto di incidenza e coincidenza della disciplina giuridica vuoi dell'impresa, vuoi del mercato»⁹. Esso dunque assolve la funzione di attuare il collegamento economico che si instaura tra soggetti diversi che intendono attivare relazioni negoziali. Si è in presenza di una *mediazione giuridica* che denota carattere strumentale nel perseguimento degli obiettivi previsti «dal diritto dell'economia», funzione attraverso la quale trova di norma esplicazione l'attività economica, ma che di certo non s'identifica con quest'ultima in quanto, pur favorendo la crescita del mercato in termini quantitativi e qualitativi, esaurisce la sua *ratio* in un momento di cooperazione¹⁰.

Sicché, gli studi che analizzano la funzione regolatrice del contratto nelle indagini che si qualificano per l'appartenenza alla disciplina in osservazione¹¹ - nell'esaminare i contenuti dell'incontro negoziale che esternalizza l'autonoma volontà decisionale di soggetti mossi da reciproca convenienza, determinati ad agire solo dopo una compiuta valutazione della rispondenza (*i.e.* congruità) dell'impegno assunto alla rilevanza dell'interesse da essi perseguito¹² - non si fermano alla definizione dell'ambito di applicazione delle norme civilistiche. Essi si estendono all'approfondimento delle fattispecie, oggetto d'analisi, avendo riguardo alle peculiarità che conferiscono alle medesime una specifica caratterizzazione; come, ad esempio, le «asimmetrie informative» del mercato, le quali richiedono,

2007, I, p. 380 ss; OPPO, *Contratto e mercato*, in *Vario diritto, Scritti giuridici*, Padova, 2005, vol. VII, p. 193 ss; GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Buonocore, Torino, 2013, p. 182 ss; CARBONE, CELLE, DE GONZALO, *Il diritto marittimo attraverso i casi e le clausole contrattuali*, Torino, 2020, *passim*.

⁹Cfr. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 423.

¹⁰Cfr. POSNER, *Law and economics*, 5 ed., Boston, 2007, p. 202 ss.

¹¹Cfr. CAPRIGLIONE, *Introduzione a AA.VV., I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 8 ss. ove si sottolinea il contributo recato dalla disciplina dei contratti allo sviluppo del mercato ed alla tutela della concorrenza.

¹²Cfr. tra gli altri NICITA e SCOPPA, *Economia dei contratti*, Roma, 2005, *passim*; PALUMBO, *Contratti e tutela giuridica*, in AA.VV., *Economia per il diritto*, a cura di Ciocca e Musu, Torino, 2006, p. 139 ss; ALPA, *Manuale di diritto privato*, Padova, 2007, p. 557 ss; ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2011, *passim*; GALGANO, *Il contratto*, Milano, 2020, *passim*, ma in particolare p. 34 ss.

infatti, criteri ordinatori che assicurino una corretta informazione precontrattuale e piena trasparenza delle condizioni che incidono sulla sfera giuridica di coloro che assumono impegni talora particolarmente gravosi¹³.

Sul punto, la ricerca ha evidenziato come gli intermediari finanziari, a volte, traggano un ingiusto vantaggio dallo stato di dipendenza/inferiorità delle controparti, dovute spesso alla ignoranza ed all'inesperienza di queste ultime; consegue l'esigenza di identificare le categorie dei soggetti bisognevoli di apposite forme di tutela e, con questa, la collocazione dei contraenti deboli in un ambito che trascende la dimensione negoziale per assumere la fisionomia di appartenente a gruppi sociali ben definiti. È stato possibile, per tal via, pervenire all'inquadramento di tali gruppi nella categoria dei «consumatori» che salda criteri di giustizia sostanziale ed efficienza economica¹⁴.

Analogamente è a dirsi con riguardo allo studio dell'impresa, nei suoi profili organizzativi e di funzionamento, tematica propria del diritto commerciale che si connota di una specifica vettorialità nelle analisi che ci occupano, orientate all'approfondimento dell'incidenza esercitata sui profili funzionali dell'impresa dai diversi interessi che concorrono nel raggiungimento dell'equilibrio desiderato tra i vari *stakeholders*.

Pertanto, non consente di traslare il «diritto dell'economia» nell'ambito del diritto commerciale la circostanza che nel sistema creditizio - come da tempi lontani ha riconosciuto la dottrina giuridica - l'impresa ('con le sue esigenze di autonomia e di redditività', per usare le parole di Giuseppe Ferri) identifica il modello assunto dall'ordinamento per lo svolgimento dell'attività finanziaria. Infatti, come in argomento veniva sottolineato dall'insigne Maestro dianzi nominato, detto modello

¹³ Cfr. CARRIERO, *Vendite a distanza, informazione precontrattuale, disciplina comunitaria: la tutela del consumatore di servizi finanziari*, in AA.VV., *E-commerce*, a cura di Antonucci, Milano, 2001, p. 71 ss; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*.

¹⁴ La dottrina ha ampiamente analizzato le interazioni del diritto dei consumatori sugli incrementi di produttività connessi al finanziamento dei consumi e, dunque, sulle strutture dell'organizzazione sociale ed economica; cfr. tra gli altri ALPA, *Tutela del consumatore e controlli sull'impresa*; Bologna, 1977; ID., *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002; GALGANO, *La democrazia dei consumatori*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1981, p. 38 ss.

organizzativo si presta più di altri all'esercizio di un'attività che conserva la sua essenza privatistica nonostante la sottoposizione a controlli pubblici che comportano vincoli ed oneri di vario genere¹⁵. Conseguentemente la riferibilità alla *impresa* denota un carattere meramente funzionale, tale cioè da far ravvisare la 'realtà giuridica globale dell'impresa' nel raccordo delle due componenti dell'*attività economica* e della *organizzazione*, quest'ultima in funzione strumentale rispetto alla prima¹⁶.

Del pari, restando sempre a livello esemplificativo, le indagini che prendono in considerazione l'«atto amministrativo» (esaminato nelle sue molteplici e varieghe articolazioni: autorizzazione, concessione, ecc.) dovranno valutarne il ruolo strumentale alla realizzazione dell'«ordine giuridico del mercato»¹⁷; ciò in linea con i fondamenti teorici dell'intervento autoritativo sulla formazione dei processi economici e, dunque, nel riferimento alle finalità della regolazione speciale a presidio di questi ultimi, la quale attribuisce particolari poteri ad una architettura autoritativa di vertice che si avvale, per l'appunto, dello strumento amministrativo.

In aderenza ai predetti criteri necessita circoscrivere (*rectius*: limitare) i confini del «diritto dell'economia» a quei problemi ed a quegli istituti che, come dianzi si è puntualizzato, presentano uno stretto nesso con quel che attiene all'esercizio della attività economica; evitando, quindi, di ricomprendere (*rectius*: attrarre) nella sistemazione della *nostra* materia tematiche (relative, ad esempio, al diritto d'impresa *tout court*, al codice degli appalti, ecc.) che - pur denotando rilievo ai fini delle ricerche che qui ci occupano - trovano la loro allocazione tipica in altre discipline.

6. L'esigenza di dar corso ad indagini specialistiche, da realizzare nei termini

¹⁵Cfr. FERRI Gius., *Imprenditorialità degli enti creditizi: un discorso interrotto*, in *Banca e borsa*, 1982, I, p. 157 ss.

¹⁶Cfr. OPPO, *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, p. 591 ss.

¹⁷Cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2004.

testé precisati, si pone a fondamento della possibilità di rivendicare la piena *autonomia* della disciplina che ha ad oggetto la materia che - come si è puntualizzato nei precedenti paragrafi - da contenuto al «diritto dell'economia».

Ragioni molteplici confortano detto convincimento, nonostante che nel presente momento storico - più di quanto non fosse dato riscontrare in epoche passate - da un lato, assumono rilievo crescente la «fluidità» e la «flessibilità» dei confini tra i diversi *saperi*, dall'altro, costituisce un dato di comune constatazione il fatto che l'efficacia della *multidisciplinarietà* decresce rapidamente, man mano che i temi di ricerca e i problemi da affrontare diventano più complessi, con una molteplicità di interessi e attori coinvolti¹⁸, per cui diviene necessario procedere ad un approccio di tipo complessivo ed unitario.

In ogni caso, l'evoluzione del percorso evolutivo del mercato - da luogo di scambi a consesso caratterizzato dall' «ordine», nel quale crescente rilievo assumono i valori e gli interessi della collettività¹⁹ - orienta l'indagine giuridica nella direzione di una attività economica libera e solidale, caratterizzata da un'adeguata conciliazione tra «contratto giusto e responsabilità sociale», come sottolinea Giorgio Oppo²⁰.

Al riguardo, si ritiene che nella ricerca debba essere dato prioritario rilievo all'*efficienza* della norma rispetto al comportamento economico, atteso che essa disciplina modelli di organizzazione e disegna procedure che hanno di mira l'interesse alla integrità del sistema e del mercato. La prevedibilità degli effetti che possono derivare dall'adozione delle regole giuridiche assume, in tale contesto, particolare importanza: riuscire a conoscerne e valutarne in via preventiva la portata (al fine di identificare la giusta collocazione di una determinata opzione disciplinare) è momento centrale di detta analisi. Il confronto tra gli effetti

¹⁸VELLA, op. cit., p. 765

¹⁹Cfr. AA.VV., *Il ruolo della civilistica italiana nel processo di costruzione della nuova Europa*, a cura di Scalisi, Milano, 2007.

²⁰Cfr. OPPO, *Qualche parola introduttiva su mercato, valori e globalizzazione*, in *Scritti giuridici*, VIII, Milano, 2013, p. 11 ss.

assumibili, valutato in siffatti termini, può condurre a soluzioni spesso dinamicamente protese al nuovo, ma che di certo tengono conto delle prassi applicative e delle linee evolutive dei processi economici. Significativa, pertanto, deve ritenersi *in subiecta materia* la comparazione - che qualifica l'*analisi economica del diritto* - tra i diversi gradi di efficienza che contraddistinguono le possibili soluzioni riferibili alle fattispecie in considerazione.

Da qui la necessaria riferibilità al rapporto tra 'norma e fatto', che va analizzato in una prospettiva che conferisce peculiare rilievo alle profonde trasformazioni del quadro giuridico complessivo, indotte dagli effetti economici di una realtà in continua evoluzione. Di fondo, si ravvisa l'impegno a ribadire - in relazione alla salvaguardia dei diritti fondamentali - l'importanza della funzione di mediazione svolta dalla legislazione, nonché l'attenzione da prestare all'identificazione dei limiti che emergono dal mero riferimento alla tecnica come criterio disciplinare.

Si individuano, pertanto, i presupposti logico-giuridici per considerare il «diritto dell'economia» come complesso regolatorio *autonomo*, contrapposto ad altre discipline (in particolare: diritto commerciale e diritto amministrativo). Al presente - anche grazie alla copiosa emanazione di norme riguardanti la materia bancaria e finanziaria di matrice europea - può affermarsi, in piena sicurezza, che tale branca disciplinare si pone sullo stesso piano di altre, le quali afferiscono a branche diverse; consegue l'esigenza di differenziarla rispetto a queste ultime, sì da evitare che venga collegata ad esse in una logica che - ravvisando nella specie una relazione di *communio pro indistinto* tra *saperi* - risulta finalizzata alla implicita identificazione di un 'carattere ancillare' del «diritto dell'economia» nei confronti di altre discipline con le quali esso interagisce.

L'interrogativo che, alcuni decenni or sono, si poneva un'illustre dottrina su «quale sia il ruolo del diritto privato (ormai inteso come diritto comune) nella società moderna...(stante)... l'enorme peso che hanno raggiunto le decisioni

economiche»²¹, a nostro avviso può trovare oggi una risposta, diversa da quella che in passato veniva individuata nel «rilancio» dello stesso «attraverso la composizione tra esigenze di controllo dell'attività dei privati e di libera esplicazione delle scelte individuali»²².

A ben considerare, la riferibilità delle regole giuridiche agli effetti economici sul piano metodologico non può essere riportata *tout court* al diritto privato, come complesso di forme giuridiche uniformi. Una *reductio ad unum* siffatta non è possibile in un contesto nel quale l'«ansia del futuro», indotta dal cambiamento, induce a ravvisare la chiave di volta di una corretta interpretazione della realtà (fortemente permeata dal 'politico', per definirla con Carl Schmit) nella *separazione* dei ruoli ascrivibili ai differenti rami del diritto. Da qui l'esigenza di tener distinti i complessi disciplinari che danno contenuto alla scienza giuridica, pur riconoscendo un'originaria loro riconducibilità al 'diritto comune', dal quale sono geminati, in vista di una progressiva acquisizione di autonomia.

Ne consegue, altresì, che i vecchi canoni interpretativi della funzione del diritto, volti a ravvisare nella generalità ed astrattezza delle regole giuridiche la fase terminale di un processo di unificazione di valori identitari, al presente devono cedere il passo ad una nuova dimensione della ricerca del 'vero' e del 'giusto' che si fonda su una catalogazione dei diversi *saperi*, chiamati ad incontrarsi ed interagire tra loro in vista di un risultato che esprima detta aggregazione e, dunque, possa essere condiviso dai più.

È ben vero, tuttavia, che siffatto ordine logico sembra non abbia trovato conferma a livello giurisprudenziale in una decisione del Consiglio di Stato che, alcuni anni or sono, soffermandosi sulla individuazione degli elementi che identificano il «diritto dell'economia» ha ritenuto possibile ricondurre sotto il comune denominatore della «regolamentazione delle attività economiche» (cui fa riferimento la normativa ministeriale che ha fissato le menzionate 'declaratorie'

²¹Cfr. ALPA, *La cultura delle regole*, Bari, 2009, p. 375.

²²Cfr. ALPA, *op. ult. cit.*, p. 379.

disciplinari) a qualsivoglia tematica giuridica che presenti riflessi (*rectius*: implicazioni) di natura economica²³. Ciò dando spazio ad una apertura interpretativa dalle conseguenze poco convincenti in quanto diviene, in prospettiva, ipotizzabile che anche gli studi in tema di locazione, compravendita, ecc., per i quali è innegabile la riferibilità alla materia economica, possono essere considerati riconducibili al «diritto dell'economia».

Ci siamo già intrattenuti in passato sul *distorsivo* effetto della menzionata sentenza evidenziando come essa non contrasti con l'indipendenza della disciplina in esame da altri settori disciplinari, vanificandone la specificità, bensì sia destinata ad incidere criticamente sulla possibilità di un appropriato svolgimento dei concorsi universitari. Ed invero, sulla base di detto indirizzo giurisprudenziale si può essere indotti a ritenere che il «diritto dell'economia» non abbia una sua autonomia scientifico culturale; e, dunque, in ragione di ciò rappresenti una sorta di «calderone» nel quale - in occasione delle 'selezioni di idoneità' per l'abilitazione scientifica nazionale - possano trovare legittimamente ospitalità coloro che fuggono dal rigore valutativo delle commissioni di altre discipline.

Si tralascia in questa sede di tornare sul giudizio del Consiglio di Stato secondo cui, nei concorsi sopra nominati, va osservato «il criterio regolamentare che impone di valutare... le pubblicazioni coerenti con "tematiche interdisciplinari" pertinenti al settore» di riferimento, rinviando alle critiche in passato mosse a tale tesi. Non spetta a noi valutare le ragioni che hanno indotto il Consiglio di Stato ad assumere una linea interpretativa ai limiti della irragionevolezza, per cui riteniamo che in futuro detto Organismo giurisdizionale con tutta probabilità rivedrà in chiave critica l'orientamento in parola.

Quel che qui necessita sottolineare è l'inaccettabile equiparazione tra le tematiche tipicamente proprie di un determinato settore disciplinare e quelle di

²³Cfr. Consiglio di Stato, sentenza n. 7544 del 5 novembre 2019, in *Riv. Trim. dir. Econ.*, 2019, II, p. 77 e seguenti, con nota di CAPRIGLIONE, *Professore iussu iudicis in una 'strana' sentenza del Consiglio di Stato*.

altri ambiti di studio che col primo presentano una qualche afferenza. Tale equiparazione viene sostenuta affermando: «se è vero... che quegli studi non coprono tutti gli spazi del settore concorsuale, è anche vero che appaiono sicuramente ascrivibili entro i confini scientifici del diritto dell'economia, inteso come disciplina dalla latitudine ampia, nella misura in cui riguardano tematiche afferenti alla regolazione giuridica delle attività economiche»; enunciazione che, inequivocabilmente, tenta di porre una pietra tombale sull'autonomia della materia di studio in osservazione.

7. Sotto altro profilo, viene in considerazione il 'dilemma tra totalitarismo e riduzionismo', rappresentato dalla dottrina con riguardo al problema del fondamento del diritto dell'economia e, dunque, alla configurazione di una sua autonoma disciplina²⁴. Oggetto di tale dilemma sarebbe la difficile alternativa tra una concezione che alloca il diritto dell'economia 'in una posizione intermedia nella tradizionale bipartizione tra diritto pubblico e privato' ed un'altra che potremmo definire decisamente *negazionista* secondo cui tale branca del diritto 'non costituisce una autonoma disciplina giuridica' in quanto identifica un 'aggregato di normazioni settoriali', che rilevano nel regolare il funzionamento del sistema economico.

Si è in presenza di una costruzione che, in entrambe le menzionate tipologie di approccio esegetico, esclude una autonoma posizione identitaria del diritto dell'economia; nel primo caso in ragione della sua collocazione 'mediana' tra diritto pubblico e privato per cui diviene compartecipe delle relative discipline, nel secondo in quanto le normazioni settoriali che ne compongono l'oggetto non presentano (all'interno dei relativi complessi disciplinari) un 'minimo comun denominatore' in grado di conferire ad essi unitarietà; donde la 'conclusione' secondo cui si è in presenza di una disarticolata convenzione di natura 'accademica'.

²⁴Cfr. DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Milano, 2017, *passim*.

In senso contrario va, peraltro, osservato che detta tesi trascura le implicazioni di carattere socio-politico sottese alla nozione di autonomia. Per vero, un ambito disciplinare (come quello in esame) nel quale s'individua una sorta di funzionalizzazione dell'attività svolta all'obiettivo della crescita comune (dove la sottoposizione a forme talora invasive di controllo pubblico) si sottrae agli schemi tradizionali di valutazione, incentrando l'analisi essenzialmente su valutazioni riguardanti il rapporto tra l'individuo e la società. È questo, infatti, l'approccio necessario per un'indagine focalizzata sulla relazione tra produttività e distribuzione dei beni, alla quale devono essere ricondotte le dinamiche istituzionali di un ordinamento proteso allo sviluppo economico. Le illuminanti riflessioni al riguardo formulate, già alla fine del XX secolo, da Galgano²⁵ ci inducono a dubitare della validità di costruzioni incentrate su paradigmi ormai obsoleti e, quindi, poco attente alla prospettiva di una realtà in divenire nella quale assume crescente rilievo il riferimento a normazioni settoriali che rappresentano un fattore caratterizzante del «diritto dell'economia» in quanto queste ultime in esso si compongono ad unitarietà.

Inoltre sfugge alla costruzione in esame che la specificità del diritto dell'economia va identificata non solo nella riferibilità della normativa in questione ai profili ordinatori dell'economia e della finanza (con ovvio raccordo alle tematiche a queste connesse: ambiente, innovazione tecnologica e, dunque, digitalizzazione dei processi), vale a dire alla materia oggetto di disciplina, quanto (soprattutto) nella peculiarità del criterio metodologico che contraddistingue l'analisi del complesso regolatorio di cui trattasi.

Ed invero, anticipando le conclusioni che saranno esposte nel prossimo paragrafo, va qui detto che il carattere *interdisciplinare* tipico delle analisi di *law and economics* conferisce alla ricerca una vettorialità destinata ad andare oltre la visione dei rapporti giuridici nei quali si estrinsecano diritti soggettivi ovvero dei rapporti istituzionali riconducibili alle prescrizioni normative che postulano la realtà

²⁵Cfr. GALGANO, *L'imprenditore*, Bologna, 1980, p. 14

plurisoggettiva dell'ordinamento giuridico. Detto criterio d'indagine consente infatti, per un verso, di superare ogni forma di partizione tra sapere giuridico ed economico, per altro di pervenire ad una visione unitaria della materia oggetto di studio, nella quale profili tecnici di vario genere sono valutati in un'ottica che ha riguardo alla loro complessiva incidenza a livello giuridico.

Concludendo sul punto appare fuor di dubbio la necessità di raccordare la ricerca riguardante il settore in esame alla esistenza di principi di autonomia disciplinare, sì da pervenire alla rappresentazione di una realtà normativa scevra da interferenze esterne riconducibili a differenti materie. In altri termini, necessita evitare forme di alterazione della corretta e interpretazione dei fenomeni; obiettivo perseguibile, come si diceva, grazie al carattere "interdisciplinare" della ricerca da intendersi non come commistione di materie, ma come metodologia d'ingaggio alle problematiche, propria del diritto dell'economia.

8. Come si è anticipato, l'applicazione del «metodo interdisciplinare» conferisce unitarietà agli studi ed all'analisi delle problematiche del «diritto dell'economia», assicurando risultati che lasciano intravedere una azione feconda per lo sviluppo economico-sociale.

Di ciò, come si è detto, vi è conferma testuale nella 'declaratoria' dei contenuti del settore disciplinare di riferimento (IUS 05), nella quale assume rilevanza centrale detto "*metodo interdisciplinare*", che non è richiamato in nessuna delle altre declaratorie concernenti gli altri SSD dell'area giuridica (area 12). È evidente come il regolatore abbia voluto individuare in tale modalità dell'analisi, il tratto differenziale rispetto ad altre, riconoscendo al contempo la molteplicità d'interessi che concorrono nella definizione dei contenuti del «diritto dell'economia».

Ma il "metodo interdisciplinare" nello studio del diritto dell'economia non è solo il tratto distintivo rispetto ad altri saperi, ma ne è anche il tratto caratterizzante, essenziale ed identitario, nel senso che, ove esso non venisse

utilizzato, ci si troverebbe di fronte a uno specialista di settore (pubblicista, privatista, commercialista), ma non di certo a uno studioso di diritto dell'economia.

E, in quanto metodo di approccio allo studio, l'interdisciplinarietà, non si identifica con la pluralità delle materie "economiche" d'interesse del diritto dell'economia (come impropriamente ritenuto dal Consiglio di Stato, nel precedente riportato), ma con il ricorso a una "cassetta di attrezzi" nell'indagine delle tematiche, che allo stesso tempo fonde e trascende le metodologie di analisi proprie delle varie branche del sapere e trova nel "mercato" il suo punto di riferimento.

Appare, peraltro, doveroso sottolineare che la peculiarità della disciplina in esame non incide negativamente sulla «specializzazione» di una ricerca che - per quanto realizzata secondo criteri volti a proporre un raccordo operativo con i metodi di analisi di materie tipicamente proprie di altri settori - non è orientata verso soluzioni che ipotizzano la conciliabilità tra un indistinto coacervo di tematiche riconducibili a discipline diverse; ed invero i possibili nessi che, talora, tra queste sussistono - e, più in generale, la «flessibilità» dei confini tra i diversi *saperi* - non sopprimono la individualità o, più esattamente, la tipicità che connota «il diritto dell'economia».

Nel presente momento storico - a seguito delle crisi che hanno contraddistinto in negativo l'ultimo decennio - l'ineludibile bisogno di conoscenza delle variegate e composite ragioni che sono alla base di una realtà in rapida trasformazione impone, come si è detto, di interpretare il cambiamento e governare la complessità; questi obiettivi sottopongono a dura prova i paradigmi tradizionali del diritto dell'economia (*i.e.* intermediazione, mercato, sistema dei controlli pubblici). Se ne deduce che sono scossi i consolidati orientamenti esegetici che, a lungo, hanno guidato la ricerca giuridica la quale *in subiecta materia* è stata indirizzata, in conformità alle indicazioni della menzionata 'declaratoria' ministeriale, essenzialmente alla «attività bancaria, finanziaria e assicurativa».

Pertanto, oggi è particolarmente avvertita la necessità di abbandonare il

ricorso a tecniche ermeneutiche che - al fine di *oggettivizzare* la funzione interpretativa e la posizione acritica dell'interprete²⁶ - pervengono a costruzioni di tipo meccanicistico, in base alle quali l'esegesi è sempre riconducibile a forme di sillogismo giuridico²⁷. Si individua, soprattutto, una significativa apertura al collegamento tra i cd. fattori ESG (*ambientali, sociali e di governance*), donde la creazione di uno stretto rapporto tra strategie diverse finalizzate alla realizzazione di un equilibrato cambiamento climatico e sviluppo sociale, al quale sono riconducibili, per un verso, la tutela dei 'diritti umani', per altro l'innovazione dei processi decisionali che devono essere improntati a criteri che garantiscano di preservare l'ambiente e il rispetto dei diritti sociali.

A fronte di siffatte innovazioni del sistema disciplinare, sembra preferibile l'orientamento, da tempo seguito da ampia parte della dottrina, di restituire valore al momento storico istituzionale che trova espressione nelle formule giuridiche²⁸. Alla logica deduttiva imperante nel cd. concettualismo giuridico viene così contrapposta la centralità di una interpretazione, cui è sottesa una variegata riflessione sugli aspetti concreti dell'ordine economico, interno ed internazionale, nonché sulla connessione tra questo e le vicende attraversate dalla società. Ne consegue che la ricerca non opta per un disegno dommatico; per converso, essa dedica ampio spazio alle fonti non normative dalle quali desume la sistematicità dell'indagine, la quale risulta collegata alle vicende concrete del settore economico ed alla connessione tra queste ultime e quelle attraversate dalla collettività.

9. Se il terreno di vocazione della interdisciplinarietà consiste nella interazione tra metodologie di ricerca che afferiscono a più settori specialistici, utilizzando delle griglie di acquisizione di dati e impianti teorici e tecnici, propri di ciascuno di essi,

²⁶Cfr. per tutti il saggio di BOBBIO, *Giusnaturalismo e positivismo giuridico*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, I, p. 503 ss.

²⁷Cfr. BETTI, *Teoria generale dell'interpretazione*, Milano, 1955; KELSEN, *Teoria generale dell'interpretazione*, Milano, 1959.

²⁸Cfr. per tutti le acute pagine di FERRAIOLI, *La cultura giuridica dell'Italia del novecento*, Roma - Bari, 1999.

potrebbe obiettarsi che una corretta applicazione di tale approccio di studio richiede la creazione di uno “spazio comune” nel quale porre le basi del confronto tra i vari specialisti di settore e potrebbe risultare presuntuoso ascrivere/riservare lo stesso solo a una categoria di studiosi, gli unici eletti a fregiarsene.

Invero, come è stato rilevato, non si tratta tanto di “demolire i dipartimenti” quanto di generare spazi che consentano, di “tirare ponti” tra discipline²⁹ e lo spazio “transdisciplinare” è proprio quello del diritto dell’economia, spazio liberamente accessibile a chi del metodo faccia corretta applicazione, assumendone la *forma mentis*. Non si tratta dunque di essere esclusivi depositari di un metodo ma, come detto, è il metodo che caratterizza il “sapere”, in una accezione globale e multifocale dello stesso, non quale somma di molteplici ma distinti approcci, ma quale sintesi di un unitario e coordinato disegno conoscitivo.

Non a caso l’importanza dell’interdisciplinarietà è stata autorevolmente ribadita, *“non tanto nella sua forma debole di semplice multidisciplinarietà, come approccio che favorisce una migliore comprensione da più punti di vista di un oggetto di studio; quanto piuttosto nella sua forma forte di transdisciplinarietà, come collocazione e fermentazione di tutti i saperi entro lo spazio di luce e di vita offerto dalla sapienza che promana dalla Rivelazione di Dio”*³⁰.

È d’altronde un dato di comune esperienza che quando si è di fronte ad una profonda crisi - come quella che il nostro Paese ha dovuto affrontare nell’ultimo decennio, nel quale a fattori contingenti di carattere finanziario ne sono succeduti altri di diversa natura (dovuti all’evento pandemico che sta sconvolgendo il pianeta) - l’attenzione degli studiosi è indotta a riflettere sui congegni che, in vario modo, condizionano la crescita e, con questa, la vita della società.

Pertanto, più che nel passato, si avverte il bisogno di affrontare, con rinnovato impegno, la difficile ricerca di un equilibrio sistemico, valutando in primo

²⁹Cfr. VELLA, op. cit., p. 779.

³⁰Papa FRANCESCO, nel Proemio della *Veritatis gaudium, Costituzione Apostolica circa le Università e le Facoltà ecclesiastiche*, gennaio 2018, p. 29.

luogo i rapporti e gli assetti delle attività economiche che, provvedendo alla allocazione delle risorse disponibili, costituiscono elemento imprescindibile per verificare la validità della cornice normativa ed organizzativa, che fa da sfondo alla concreta realizzazione dell'obiettivo di governare il cambiamento. In tale contesto, il ruolo cruciale di un'interpretazione che miri a definire l'ambito nel quale il «diritto dell'economia» nel sistema può trovare lo spazio suo proprio risulta correlato alla possibilità di acquisire informazioni, da elaborare e concettualizzare in schemi, nonché alla finalità di definire attraverso ipotesi ricostruttive della disciplina di riferimento la variegata tipologia dei fenomeni in osservazione.

In tale premessa va preso in considerazione l'utilizzo del digitale e, più in particolare, delle dinamiche meccanicistiche che caratterizza la modernità. Si è in presenza di tecniche cognitive che nelle analisi di *law and economics* svolgono una funzione strumentale alla comprensione ed all'approfondimento dei fenomeni in osservazione. Tale specificità rende generalizzato il ricorso a detti meccanismi automatizzati, per cui questi si rinvergono anche alla base della ricerca di altre discipline che, nelle loro analisi, intendono fruire delle applicazioni algoritmiche e dell'intelligenza artificiale³¹, nelle forme del *machine learning* e *deep learning*³².

³¹ Nella "Proposta di regolamento del parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale" del 21.04.2021, COM/2021/206 final, viene esplicitata, nell'art. 3, la definizione di "sistema di intelligenza artificiale" (sistema di IA), intendendosi per tale " *un software sviluppato con una o più delle tecniche e degli approcci elencati nell'allegato I, che può, per una determinata serie di obiettivi definiti dall'uomo, generare output quali contenuti, previsioni, raccomandazioni o decisioni che influenzano gli ambienti con cui interagiscono*". L'allegato I, "tecniche e approcci di Intelligenza artificiale, prevede poi che vi rientrino: a) *approcci di apprendimento automatico, compresi l'apprendimento supervisionato, l'apprendimento non supervisionato e l'apprendimento per rinforzo, con utilizzo di un'ampia gamma di metodi, tra cui l'apprendimento profondo (deep learning); b) approcci basati sulla logica e approcci basati sulla conoscenza, compresi la rappresentazione della conoscenza, la programmazione induttiva (logica), le basi di conoscenze, i motori inferenziali e deduttivi, il ragionamento (simbolico) e i sistemi esperti; c) approcci statistici, stima bayesiana, metodi di ricerca e ottimizzazione*".

Data questa definizione, si comprende come l'IA (intesa come *machine learning* e *deep learning*) sia qualcosa di più circoscritto e forse il fronte più avanzato rispetto alla digitalizzazione o meglio all'impiego di "tecnologie digitali", fenomeno che comprende *cloud computing, distributed ledger technologies DLT, application programming interfaces, ecc....*

³²Con la locuzione di *machine learning* si ha riguardo ad applicazioni e *software* che permettono a una macchina di "divenire intelligente", nel senso di migliorare le proprie capacità e prestazioni nel tempo. In particolare, il *machine learning* è un metodo di analisi dei dati che consente ai computer di apprendere autonomamente dei nuovi dati dall'elaborazione di quelli immessi. Il *deep learning*,

Gli algoritmi, l'intelligenza artificiale e più in generale la digitalizzazione, sono entrati nella nostra vita quotidiana sotto forma di applicazioni, programmi e *software* esperti aiutandoci a risolvere i problemi che rendono, di sovente, difficoltosa l'esistenza³³; ciò con la conseguenza di dar luogo ad un'apertura esplorativa che consente il raggiungimento di risultati inimmaginabili fino alla fine del decorso secolo XX. Ancora una volta l'intelligenza dell'uomo - al pari di quanto è dato riscontrare con altre invenzioni succedutesi nel tempo dalla ruota alla stampa, alla scissione dell'atomo - assolve ad una funzione benefica se il frutto della sua creazione viene utilizzato in maniera appropriata.

Ma tale epocale innovazione crea nuovi iati e nuove esigenze di approcci transdisciplinari, richiedendo il coinvolgimento non solo di specialisti del diritto ed economisti, ma anche di sociologici, statistici ed ingegneri informatici. Ed è proprio il ruolo centrale di questi ultimi nel processo di digitalizzazione che ha fatto da taluni ritenere che il "futuro è degli ingegneri"³⁴. Forse si tratta di una conclusione prematura, ma di certo vi è che, ad esempio, il tema delle 'asimmetrie informative' e dei 'gap conoscitivi', nel nuovo contesto assume una pluridimensionalità e una rilevanza tali da richiedere approfondimenti che non possono essere lasciati a chi non è uso alla tematica in parola, se non a rischio di visioni frammentarie e parziali.

Non si tratta, infatti, solo di indagare il grado di consapevolezza e le conseguenti tutele da accordare a chi con un "clic" dispone di beni della vita o riceve servizi, senza conoscere i meccanismi attraverso i quali ciò si realizza, ma della conoscenza stessa che di tali meccanismi digitali ed eterei (e del loro concreto

quale sotto categoria del *machine learning*, è quel sistema di apprendimento che, utilizzando le architetture di reti neurali, elabora grandi quantità di dati e conduce ad un risultato simile a quello cui potrebbe giungere l'uomo.

³³Cfr. DE MAURO, *Big data analytics : guida per iniziare a classificare e interpretare dati con il machine learning*, Milano, 2019.

³⁴Per tutti, si vedano a tal proposito le considerazioni di Mario Ascari, Coordinatore del Comitato Italiano Ingegneria dell'Informazione (C3i) del CNI, secondo cui "l'intelligenza artificiale è considerata una delle più grandi sfide tecnologiche che porterà nuovi scenari offrendo grandissime opportunità di crescita, progresso e benessere. Gli ingegneri avranno un ruolo da protagonisti e dovranno farsi trovare pronti e preparati per cogliere le opportunità e governare i cambiamenti epocali che l'intelligenza artificiale porterà". Sul rapporto tra giuristi e ingegneri alla luce delle nuove frontiere del digitale, si vedano da ultimo anche le riflessioni di VELLA, op. cit., p. 766 ss.

funzionamento) hanno coloro che offrono i servizi, spesso affidati in *outsourcing* a società ICT³⁵ e del cui operato sono comunque chiamati a rispondere.

Ma vi è di più. Le stesse frontiere dell'intelligenza artificiale inducono da molti a preconizzare lo sviluppo di un'intelligenza autonoma della macchina, svincolata e non prevedibile dall'uomo che, al di là delle implicazioni di carattere filosofico, richiede l'identificazione dei criteri di imputazione della relativa responsabilità, fino all'identificazione di nuove forme di soggettività, che necessitano di qualificazione, non limitata a circoscritti aspetti giuridici e sociologici.

È ovvio come tale titanico compito non possa essere di esclusiva competenza dello studioso del «diritto dell'economia», considerata anche la naturale trasversalità del fenomeno "digitalizzazione", di per sé applicabile anche ad attività che non sono "economiche".

10. Individuato nei termini che precedono il carattere inter/trans disciplinare del metodo di ricerca e la sua specificità, si deve comunque rilevare che tale metodo ha un campo di elezione (come si rileva dalle declaratorie ministeriali) nei settori bancario, finanziario e assicurativo.

Va innanzitutto precisato che il riferimento agli "ordinamenti settoriali" di Gianniniana memoria, contenuto nella declaratoria relativa al SSD, non può essere ritenuto indice di un restringimento agli aspetti "pubblistici" delle menzionate materie, sia perché la declaratoria medesima evoca tanto i profili pubblicistici che privatistici, sia perché la declaratoria relativa al SC, superando il richiamo all'ordinamento settoriale, più perspicuamente fa riferimento "*... ai mercati, bancari e assicurativi*".

La circostanza poi che entrambe le declaratorie facciano riferimento ai settori in parola, mentre solo quella relativa al SC richiami anche, per quel che qui

³⁵ Su tali tematiche cfr. SEPE, *Prestazione frazionata, rapporti tra imprese e vigilanza nelle nuove filiere di valore dell'industria finanziaria*, in AA.VV. *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di R. Lener – G. Luchena e C. Robustella, Torino, 2020.

interessa, i settori dell' "industria, dei "servizi pubblici", e delle "infrastrutture", induce a ritenere che, nell'ambito delle attività economiche, è dunque ai primi, più che ai secondi, occorra far riferimento ai fini della caratterizzazione piena ed indiscussa dello studioso del «diritto dell'economia».

Proprio la richiamata evoluzione, collegata allo sviluppo dell'intelligenza artificiale e all'utilizzo dei *big data* in dette materie, come si è precisato tipicamente proprie del «diritto dell'economia», promuove e stimola profili innovativi di ricerca. E', infatti, consentito (attraverso la comparazione e l'integrazione delle informazioni raccolte) di "sviluppare incrementalmente euristiche valutative"³⁶, utilizzabili con profitto, soprattutto in ambito finanziario. Da qui una peculiare flessibilità nell'interpretazione dei dati che comportano nuove tipologie di rischio, in particolare quelli di *overfitting*³⁷, con l'ovvia conseguenza di addivenire ad un abbandono dei paradigmi di responsabilità che devono caratterizzare l'agere finanziario.

Più in generale, si è in presenza di cambiamenti che incrementano l'impegno che, in conformità ai criteri cui è protesa ogni attività interpretativa, si pone l'ambizioso obiettivo di evidenziare la verità, secondo scienza e convinzione; verità che, nella moderna dimensione dei rapporti intersoggettivi, va accertata dando significativo spazio al legame individuo-collettività, realizzato attraverso forme di interazione sempre più strette tra diritto ed economia.

Va da sé che tale finalità potrà essere perseguita non solo mediante studi condotti nel riferimento a tecniche esegetiche incentrate sul carattere interdisciplinare della ricerca, bensì recependo il contributo che può essere offerto da argomentazioni e metodi d'indagine di carattere economico finanziario (dai quali trarre spunto per gli approfondimenti necessari alla «risoluzione» di specifiche problematiche giuridiche) anche quando tali argomentazioni e metodi d'indagine

³⁶Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, cit., p. 42.

³⁷Ci si riferisce alla capacità di individuare false irregolarità, cfr. JAMES – WITTEN – HASTIE – TIBSHIRANI, *An introduction to statistical learning with application in*, Springer, 2014, p. 22.

siano riferiti ed applicati ad altre attività economiche (per l'appunto, industria, servizi pubblici, infrastrutture). È evidente come sotteso all'indicato contenuto programmatico di tale approccio di analisi si rinvenga l'intento di pervenire a risultati che consentano interazioni strategiche tra regolazione e sviluppo, libertà e sottoposizione a vincoli, autonomia e controllo. In altri termini, l'interpretazione deve essere orientata alla attivazione di un filone di studi le cui radici dovranno essere ricondotte, per un verso, al funzionamento dei meccanismi economici e delle determinanti finanziarie, per altro alla valutazione dei criteri disciplinari che su di essi incidono.

11. Tornando alla questione relativa alle possibili interazioni della *nostra* disciplina con altre di carattere generale (diritto civile o commerciale) ovvero particolare (diritto della navigazione o dei mercati agroalimentari), da quanto fin qui detto emerge che in essa prevale il principio della "specializzazione", da intendersi nel senso che l'oggetto dell'attività di studio presenta una propria individualità, nonostante il riferimento ai criteri *empirici*, desunti dalla prassi del mercato, che sono alla base della qualificazione delle altre materie. E' ben vero, infatti, che il collegamento a queste ultime del «diritto dell'economia» consente la possibilità di previsioni condivisibili, realizzate mediante lo scambio dei risultati propri di una pluralità di scienze cognitive; deve ritenersi tuttavia fuorviante, rispetto ad una corretta interpretazione del significato di una 'fluidità relazionale' tra discipline (che hanno punti di contatto), ogni ipotesi ricostruttiva che da quest'ultima argomenti la possibilità di andare oltre un mero confronto.

Sicché, in senso contrario, appare quanto meno dubbia l'applicabilità, nella fattispecie, del 'principio della unitarietà del diritto' - che non può prescindere da un necessario riferimento alla produzione degli effetti giuridico economici propri delle diverse discipline - per ipotizzare una convergenza unificante tra i settori orientati allo studio di materie comunque riferibili all'economia.

A ben considerare, detto principio esplica la sua prioritaria valenza con

riguardo al collegamento configurabile tra le fonti giuridiche dell'ordinamento. Ciò nel senso che deve aversi cura che l'affermazione di nuovi paradigmi normativi non determini forme di incoerenza nel rapporto del diritto del mercato con il sistema delle fonti, dovendosi tener ferma la relazione diritto - economia - società civile; di fondo si rinviene il convincimento che solo lasciando integra l'unitarietà della funzione giuridica si eviterà che nei processi di formazione delle regole l'apertura al nuovo si risolva in tendenze policentriche o in situazioni che diano spazio a prospettive eterarchiche³⁸. Si è in linea con la tesi secondo cui accedere all'idea di un'ineludibile apertura del sistema normativo non significa necessaria rinuncia alla gerarchia dei valori che trovano espressione nell'ordine delle fonti e, dunque, nei precetti costituzionali e nei principi comunitari che fissano la «rilevanza dell'interesse generale, rilevanza sempre affermata a giustificazione di momenti pubblicistici della disciplina delle attività economiche»³⁹.

Quanto testé rappresentato non significa, peraltro, che una qualsivoglia vicinanza con altre discipline possa tradursi in una prevaricazione di queste ultime a danno del perimetro che connota il diritto dell'economia; sicché, non può ritenersi che, a causa di siffatta vicinanza possa configurarsi una *insana commistione* tra discipline diverse, cui consegua l'attrazione del «diritto dell'economia» in altri ambiti di studi. Un diverso convincimento equivarrebbe ad ammettere che la semplice relazione tra discipline diverse attua una sorta di reciproca integrazione, che le fa convergere verso una similitudine identitaria; quasi che fosse possibile ammettere che un meccanico di *formula uno* per il solo fatto di aver contribuito alla costruzione di una macchina da corsa sia diventato un pilota.

Per converso, la convergenza di questioni di variegata natura verso una comune riferibilità al «diritto dell'economia» è di certo in linea con una tecnica ermeneutica comprensibile ove se ne limiti la portata all'approfondimento di

³⁸Sul punto, in un contesto diverso, per un'attenta analisi delle conseguenze che la fenomenologia economica produce in ordine alle fonti cfr. IANNARELLI, *Il diritto dell'agricoltura nell'era della globalizzazione*, Bari, 2001, *passim*, ma in particolare p. 140

³⁹Così OPPO, *Principi*, Torino, 2001, p. 6.

eventi complessi della realtà nella quale siamo inseriti; detto criterio, infatti, finalizzato nelle menzionate modalità, agisce da catalizzatore nella definizione dell'«ordine», riveniente da regole giuste, che può eliminare gli squilibri e le antinomie che alterano l'andamento dei mercati, condizionando lo sviluppo della collettività.

Ciò posto, se ne deduce la non divisibilità delle tesi che sostengono la riconducibilità del «diritto dell'economia» al «diritto commerciale», configurando tra tali discipline un rapporto di *genere a specie*; per tal via ipotizzando un allargamento del campo degli studi del primo volto a ricomprendere materie tipicamente proprie del secondo (quale, ad esempio, la 'regolazione delle grandi imprese in crisi'). Al riguardo, deve ritenersi inequivoco che la sottesa riferibilità al testo della 'declaratoria' del diritto commerciale (IUS 04), sopra ricordata, non consente un'ipotesi siffatta.

Per vero, il chiaro ed inequivoco richiamo agli «studi relativi alla disciplina di diritto privato dell'attività e degli atti di impresa», come è dato evincere dalle considerazioni fin qui formulate, non lascia dubbi in ordine alla identificazione dell'ambito entro cui è circoscritta l'area disciplinare in parola, vale a dire la *regolazione dell'impresa*, riguardata secondo criteri afferenti alle variegate angolazioni in cui si articola la relativa problematica. Da qui il «particolare riferimento agli statuti professionali dell'imprenditore e dell'imprenditore commerciale, alle società, ai contratti di impresa, al diritto industriale, al diritto d'autore, agli aspetti privatistici delle procedure concorsuali, ai settori bancario ed assicurativo».

Pertanto, in tali studi vengono in considerazione gli elementi costitutivi della fattispecie *impresa* condotti partendo dalla nozione civilistica di imprenditore, deducendosi da essa e dalla relativa disciplina la sintesi dei momenti rilevanti ai fini della qualificazione imprenditoriale. Conseguono l'identificazione delle modalità di organizzazione dei fattori produttivi, avendo presente che questi realizzano scelte autonome dell'imprenditore e manifestano un'intenzionalità operativa nella quale

trova espressione il riferimento (oggettivo) alla volontarietà e consapevolezza di una linea comportamentale che, nelle indicazioni del legislatore, è il dato distintivo della attività. Inoltre rileva il requisito della professionalità - inteso come elemento peculiare nell'individuazione dei caratteri dell'organizzazione⁴⁰ - che completa l'insieme dei criteri sottesi al riscontro della relazione comportamento-imputazione del soggetto imprenditore, confermando l'indicazione di metodo, di cui in precedenza si è detto, incentrata sulle modalità di collegamento tra organizzazione e attività⁴¹.

Sulla base di tali considerazioni ci sembra di dover escludere che il regolatore abbia voluto riconoscere una valenza totalizzante del 'diritto commerciale', quasi che esso debba ricomprendere, in aggiunta a taluni suoi specifici profili (quali gli statuti professionali dell'imprenditore e dell'imprenditore commerciale, le società, i contratti di impresa), anche «i settori bancari ed assicurativo», ai quali per converso nel medesimo d.m. ha espressamente assegnato piena autonomia disciplinare.

A ben riflettere, già nel passato venne avvertita l'esigenza di approfondire gli aspetti tecnico giuridici sottesi a talune problematiche disciplinari che avevano fatto dubitare della peculiarità della materia commercialistica. I chiarimenti, in proposito offerti da un insigne giurista in tempi ormai lontani, inducono sulla base di un'attenta delimitazione (*rectius*: sistemazione) della materia a «far perno sulla nozione d'impresa della quale ... (si) ... considera(no) e valuta(no) i diversi aspetti, non soltanto alla stregua dei principi specifici, ma altresì alla stregua di quei principi generali o particolari ad altri fenomeni che su di essa si riverberano in quanto elementi di uno stesso sistema»⁴².

Vengono, per tal via, forniti utili spunti per la conferma del criterio utilizzabile ai fini del tracciamento delle indagini riguardanti il 'diritto commerciale', vale a dire la concentrazione di queste ultime sulla stessa nozione - l'impresa - che,

⁴⁰Cfr. BONOCORE, *Imprenditore*,(voce) in *Enc. dir.*, vol. XX, p. 518.

⁴¹Cfr. *supra* par. 5 e in particolare nt. 16.

⁴²Cfr. FERRI Gius., *Presentazione al Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1950.

a distanza di mezzo secolo, il regolatore italiano ha preso in considerazione per indicare l'oggetto degli studi del settore IUS 04. Se ne deduce che il riferimento alla disciplina «bancaria» ed «assicurativa» deve ritenersi formula meramente orientativa ai fini della identificazione delle variegata tipologie operative e strutture organizzative che presentano forme di interazione con il menzionato oggetto del 'diritto commerciale'.

Ciò posto, può presumersi che, avendo riguardo al processo di trasformazione nel quale versa l'attuale realtà socio economica dell'intera Unione Europea, in prospettiva potranno aumentare le relazioni del «diritto dell'economia» con altre discipline (dal diritto europeo ed internazionale a quello fiscale, ambientale, ecc.). Ne consegue che verosimilmente sono ipotizzabili nuove questioni interpretative in ordine ai 'confini' della nostra materia. Quel che di certo sembra debba escludersi è la possibilità di addivenire a forme di inclusione disciplinare da parte di quest'ultima - e viceversa - in contesti sistematici che sono inquadrati in altre 'declaratorie' ministeriali. È questa l'interpretazione, a nostro avviso corretta, da ascrivere ai futuri problemi ermeneutici rivenienti dal cambiamento in corso che, con tutta probabilità, darà luogo a nuovi tentativi di espansione volti ad inglobare il «diritto dell'economia».

12. Sulla base di quanto precede va valutato se è possibile ascrivere rilievo positivo, ai fini di un compiuto inquadramento nel «diritto dell'economia», agli studi complementari a quest'ultimo, la cui realizzazione per solito avviene nel corso delle indagini scientifiche nelle quali trova compendio la materia in esame.

Tale problematica può essere sollevata ove si proceda ad un'interpretazione *estensiva* della parte iniziale della più volte menzionata 'declaratoria' di SSD, che recita testualmente «il settore comprende gli studi relativi alla regolamentazione delle attività economiche»; ipotesi esegetica fondata sull'affermazione che la citata locuzione ministeriale non è riferita ad 'attività economiche che attengono a mercati regolamentati', bensì in generale a 'fenomeni che hanno una rilevanza

economica'.

Da qui la semplicistica deduzione che un'ampia serie di discipline, anche ulteriori rispetto a quelle richiamate nella declaratoria relativa al SC (*id est* industria, servizi pubblici, infrastrutture), che spaziano dal diritto degli appalti, al diritto sanitario e farmaceutico, al diritto dei beni culturali ed artistici, ecc., in ragione del loro carattere complementare al «diritto dell'economia», avrebbero titolo per essere qualificate, quanto meno a fini concorsuali, come parti integranti di quest'ultima.

Si è in presenza di una immaginifica tesi che - formulata con ogni probabilità unicamente al fine di allargare la partecipazione concorsuale a determinati settori accademici - si propone di configurare il «diritto dell'economia» alla stregua di un enorme calderone nel quale far rientrare *di tutto* e di più. E' inutile, allora, disquisire sul carattere identitario di detta disciplina ovvero sulla specificità del metodo che ne qualifica la ricerca: l'utilità perseguita finisce, infatti, col prevalere sulla correttezza dell'interpretazione normativa.

Ciò che evidentemente sta a cuore di coloro che ne sono assertori è l'obiettivo di stornare la rigidità dei limiti che al presente contraddistinguono l'ambito pur ampio della gamma di materie ricomprese nelle declaratorie ministeriali, al fine di allargare le maglie di una rete che impedisce l'ingresso nel settore a cultori di differenti discipline (diritto pubblico, diritto amministrativo, diritto internazionale, diritto europeo, ecc.). Come si è avuto modo di sottolineare nelle pagine precedenti, la tipologia delle materie che danno contenuto al «diritto dell'economia» denota caratteri intrinseci che si colorano e si arricchiscono con l'apporto semantico riveniente dagli studi propri di altri settori con i quali, peraltro, dette materie, pur avendo nessi ed interazioni di vario genere, non s'identificano, con ovvia interazione negativa sulla autonomia disciplinare di tale branca del diritto.

Necessita, a nostro avviso, superare le antinomie derivanti da un'erronea interpretazione della nozione di 'complementarietà, evitando di sostituire al carattere *funzionale* ad una conoscenza approfondita di determinati fenomeni (che,

nella fattispecie, essa presenta) la riferibilità ad una *simmetrica* capacità cognitiva dei medesimi (effettuata grazie all'intervento di discipline diverse da quella nella quale essi si inquadrano). In altri termini, appare distonico il tentativo di riconoscere eguale rilievo primario, nel processo di accertamento scientifico, a studi che sono condotti seguendo metodologie differenti rispetto a quelle indicate dallo stesso regolatore per caratterizzare la specificità di alcuni di essi.

Da ultimo è ben tener presente che la tesi qui sostenuta non è finalizzata allo scopo di contestare l'apporto cognitivo dato da alcune discipline diverse dal «diritto dell'economia» alla ricerca che ne contraddistingue l'ambito scientifico. L'ampia rassegna delle motivazioni - da noi rappresentata in questa sede - a sostegno della piena autonomia identitaria a quest'ultimo ascrivibile offre valide argomentazioni per eliminare ogni perplessità al riguardo. È nostro intento, infatti, tener fermi i benefici che alla compiuta portata cognitiva del «diritto dell'economia» derivano dall'apporto di discipline che presentano carattere *complanare* rispetto ad esso, ma che proprio per siffatta ragione devono dal medesimo essere tenute distinte.

Ne consegue che deve ritenersi insostenibile l'ipotesi di far rientrare le indagini concernenti - in via prioritaria - le materie proprie di tali discipline, che per semplificazione possiamo definire 'complementari', nell'ambito tipico del «diritto dell'economia». Ciò, oltre a snaturare i contenuti tipici di questo ultimo - quali è dato configurare seguendo le indicazioni di una tradizionale e consolidata prassi della ricerca attuata dagli studiosi del settore - finirebbe inevitabilmente col generare una 'confusione dei ruoli' che vanno riconosciuti ai capisaldi delle variegata tematiche che confluiscono nell'analisi giuridica.

Naturalmente, non va esclusa la possibilità di ravvisare, in futuro, un incremento dei legami della *nostra* disciplina con altre differenti; ciò è in linea con l'evoluzione dei processi che connotano le materie indicare nella 'declaratoria' in precedenza richiamata. Diviene, pertanto, sempre più necessario in sede di ricerca evitare che il riferimento ai profili collaterali dei fenomeni in osservazione - e,

dunque, alle regole che presidiano quest'ultimi - diventi presupposto di ipotesi ricostruttive destinate a cancellare la posizione identitaria di un settore di studi che, faticosamente in un percorso di quasi mezzo secolo, ha conquistato la sua indipendenza da altri, differenti ambiti disciplinari.

13. Nella presente analisi si è tentato di andare oltre l'approccio tradizionale ai temi rilevanti per il «diritto dell'economia», secondo una dinamica relazionale ed evolutiva che supera le questioni contingenti per estrapolare da questi criteri ermeneutici di carattere generale. In questo disegno acquista, come si è detto, un'ampia e significativa presenza lo spazio riservato al sistema finanziario e, in particolare, alle regole che disciplinano l'attività delle banche ed i mercati. L'esigenza di far luce, chiarezza nella comprensione dei profili organizzativi e delle linee comportamentali del mondo della finanza diviene incontrovertibile presupposto di una ricerca che si propone di superare forme esegetiche ormai obsolete, che incardinano l'indagine negli schemi tipici dei tradizionali percorsi dediti alla materia giuridico economica.

Si spiega, in tal modo, la ragione per cui la ricostruzione a sistema del complesso dispositivo vigente, nella logica che contraddistingue le analisi di *law and economics*, non si esaurisce in una dimensione dogmatica (che, per solito, connota gli studi d'impronta privatistica), né in valutazioni d'ordine politico sistematico (che si rinvergono a fondamento delle indagini effettuate in ambito pubblicistico). Infatti, su di essa esplicano un ruolo sempre più ampio e più incisivo, per un verso, il legame tra il diritto e la storia, per altro la faticosa apertura alla definizione di innovativi fenomeni economico finanziari da interpretare in modalità coerenti con la lettura della *complessità* che, come si è anticipato, caratterizza l'era presente.

Da qui il convincimento che induce a ravvisare nella ricerca attuata con metodo interdisciplinare la forma di indagine ottimale, consona con l'adozione di adeguati «meccanismi decisionali» sollecitati da una architettura di sistema di certo non semplice; ed invero, in sintonia con la «eterogeneità dei processi», indotti dai

tempi attuali, si rende necessaria un'analisi che tenga conto delle molteplici componenti che danno contenuto ai differenti settori della realtà economica.

Consequenziale appare, inoltre, la necessità di ampliare gli orizzonti degli studi, i cui risultati possono recare linfa vitale all'accertamento ed alla valutazione della fenomenologia giuridica che, negli ultimi anni, ha acquistato una significazione ed uno spessore del tutto nuovi. L'interprete del diritto deve rivendicare un ruolo più ampio, più incisivo: ha scoperto quanto sia positiva una rivoluzione di mentalità che induce ad una intensa partecipazione al processo cognitivo e propulsivo dell'economia; si rende conto che gli esiti delle sue indagini potranno essere apprezzati a tempi lunghi, quando sarà possibile fare un bilancio del contributo che egli avrà saputo portare alla costruzione di una nuova realtà che faticosamente, tra molte contraddizioni e lacerazioni, si va facendo strada.

Al tal fine, si ritiene insufficiente il ricorso alle valutazioni, tipiche dell'analisi economica del diritto, che da anni consentono di stimare gli effetti dell'impatto sul sistema economico finanziario di nuovi complessi dispositivi, sì da fornire utili spunti per la comprensione e il superamento delle difficoltà di messa a regime di nuove procedure⁴³. Tale criterio d'analisi, nelle dinamiche socio economiche che caratterizzano il presente momento storico, evidenzia profili di staticità, forse non adeguati a consentire l'adozione di prudenziali (ma dinamiche) linee interventistiche idonee ad assicurare la stabilità e gli equilibri per una crescita duratura.

A ciò si aggiunga un ulteriore, delicato compito oggi assegnato alla ricerca scientifica nelle materie del «diritto dell'economia» in vista dell'arricchimento dei relativi ambiti e dello sviluppo della loro portata applicativa; esso si individua nell'attenzione da dedicare nel *continuum* alle innovazioni di quella che potremmo definire l'«economia della logistica». È in questa direzione che forse va orientata la metodologia da seguire nell'attuale fase evolutiva dei sistemi, caratterizzata da

⁴³Cfr. BANCA D'ITALIA, *Linee guida per l'analisi di impatto della regolamentazione*, Circolare n. 277 del 20.7.2010, ove si evidenziano le metodologie e le fasi dell'analisi d'impatto.

processi di globalizzazione e liberalizzazione dei mercati, nei quali necessita organizzare il flusso delle merci e dei trasporti, secondo una visione organica ed integrata.

Il nominato criterio *interdisciplinare*, a fondamento dell'analisi, ove venga opportunamente integrato nel riferimento, per l'appunto, all'obiettivo di una più efficiente organizzazione logistica, potrà rappresentare ancora un fattore di successo per la competitività del sistema produttivo e distributivo. Di certo, esso consentirà nel futuro la realizzazione di più elevati livelli di sviluppo se sarà in grado di gestire e valutare in modalità ottimali infrastrutture e servizi, in un'ottica intermodale, attraverso conoscenze che coprano, oltre il settore economico-aziendale, quelli giuridico-politico e logistico-organizzativo.

Francesco Capriglione

Marco Sepe

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Roma Unitelma Sapienza

L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE NELL'ORGANIZZAZIONE

BANCARIA: QUALI SFIDE PER IL REGOLATORE? *

*(Artificial intelligence in the banking organizations:
challenges for the regulator)*

ABSTRACT: *Researches conducted on the application to AI-based technologies and big data analysis to the financial sector have gathered significant interest in recent times, and this is further demonstrated by the increase of R&D investments related to these technologies by companies: overall, these innovations are supposed to promote the efficiency of operative and organizational strategies and, more in general, have a positive impact on firms' governance.*

If, on the one hand, the forthcoming digitalization of financial processes is likely to impact with major effects on the architecture of financial markets, on the other hand it is necessary for regulators to promptly develop tools to address the challenges that technologies might raise.

With specific regards to the role that AI plays within companies' organization, the implementation of technologies that are supposed to embed and promote "social goals" within the firms' operativity is of interest: hence, the debate over the regulation of AIs necessary intertwines with the ethical assessment of these technologies, and the promotion of their functionalization to stakeholders' and general welfare.

SOMMARIO: 1. Premessa: AI, big data e regolazione della tecnofinanza. – 2. AI e regolazione normativa. – 3. Regole di organizzazione e funzionamento delle banche. – 4. Conclusioni.

1. La letteratura in argomento di AI, *big data* e tecnofinanza si è spesso soffermata sulla concreta linea comportamentale delle società bancarie e sull'impatto dell'IA, quale strumento volto a favorire il rispetto dei doveri morali verso l'azienda

*Contributo approvato dai revisori.

(*rectius*: le risorse umane in essa impiegate) e verso il mercato (*rectius*: i risparmiatori); donde la configurabilità di criteri idonei ad esprimere giudizi sulla moralità delle azioni umane.

Trattasi di considerazioni che coinvolgono interessi metagiuridici e, quindi, volgono l'attenzione verso un complesso di norme morali che identificano un preciso comportamento nella vita di relazione con riferimento al particolare momento storico in cui la tecnofinanza inizia a manifestarsi. Quel che risulta centrale, nelle predette considerazioni, è l'interesse alla corretta identificazione e imputazione delle responsabilità, atteso che l'affermazione dell'*agere* finanziario richiede presidi ulteriori rispetto a quelli tipicamente propri delle banche (ci si riferisce all'assetto patrimoniale cui è ancorato il sistema della vigilanza prudenziale).

Da qui l'esigenza di una riflessione in ordine alla nuova frontiera delle soluzioni operative per l'esercizio delle attività riservate nel mercato dei capitali¹; ciò, anche al fine di considerare il ruolo di sviluppatori e systems integrators che forniscono alle banche la progettazione e l'implementazione di sistemi sempre più avanzati e pervasivi di intelligenza artificiale, al presente sottratti alla supervisione delle autorità di settore. E' bene ricordare infatti che i *software developers* sono soggetti alla normativa in materia di protezione dei dati personali nel momento in cui svolgono attività di *data processing*; al riguardo, giova osservare come – da un lato – non sussistano in capo a costoro obblighi specifici quando i dati vengono successi-

¹Cfr. BASKERVILLE - CAPRIGLIONE - CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss. Sulla nascita del *mercato digitale unico* che comporta “la trasformazione di tutti i fenomeni in calcolo numerico” cfr. ALPA, *Il mercato unico digitale*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, p.2.

Sul Fintech, tra i tanti, v. POLLARI, *The Rise of Fintech: Opportunities and Challenges*, in *The Australasian Journal of Applied Finance*, 2016, p. 16; FU – MISHRA, *The Global Impact of COVID-19 on Fintech Adoption*, 22 April 2020, p. 4, consultabile su <https://ssrn.com/abstract=3588453>; BERRUTTI – ROSS – WEINBERG, *The transformative power of automation in banking*, 2017, consultabile su www.mckinsey.com; MIGLIONICO, *FinTech ai tempi del coronavirus (FinTech in times of coronavirus)*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2020, p. 93 ss.; LEMMA, *FinTech Regulation, Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, Springer, 2020; CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'intelligenza artificiale*, relazione al Convegno organizzato da ADDE su *Etica e diritto per un'intelligenza artificiale sostenibile in finanza*, Milano, 26 ottobre 2021.

vamente esternalizzati a terze parti per l'utilizzo in settori quali quello bancario (dove le responsabilità incombono viceversa interamente sull'intermediario o il produttore di servizi finanziari)² mentre – dall'altro – non sussistano al momento standard di settore idonei a fornire degli indici oggettivi di qualità dei *dataset* utilizzati³.

Significative, nell'industria bancaria, appaiono le prime applicazioni pratiche della disciplina che studia se, e in che modo, si possano riprodurre i processi mentali più complessi mediante l'uso di sistemi informativi digitali e della loro conseguente automazione con tecnologie di *data prediction* e *machine learning*⁴. Trattasi di applicazioni che, in prima approssimazione, hanno seguito due percorsi complementari: da un lato, l'intento di avvicinare il funzionamento dei sistemi IT alle capacità dell'intelligenza umana, dall'altro il tentativo di utilizzare simulazioni digitali sempre più complesse per anticipare o trovare rimedi emulando i tipici meccanismi utilizzati dalla mente umana.

La maggioranza delle organizzazioni finanziarie ha intrapreso iniziative per l'automazione dei processi operativi, laddove molte di esse guarda con attenzione ai processi di business assistiti dall'intelligenza artificiale. Ad esempio, la telemetria della fruizione dei servizi online⁵ assume un ruolo sempre più interessante per tali organizzazioni, dal momento che i responsabili aziendali desiderano potersi avvalere di informazioni sui dati dei clienti e del personale addetto alle vendite (loro profilazione, frequenza di accesso, tempi medi di permanenza in piattaforma, meccanismi premianti per le reti di vendita, bonus di produttività, ecc.), sempre più ricche e fruibili.

²Cfr. ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements*, ESMA35-43-869/28, maggio 2018,

³V. SIMONYAN – VEDALDI - ZISSERMAN, *Deep Inside Convolutional Networks: Visualising Image Classification Models and Saliency Maps*, 2013 in <https://arxiv.org/abs/1312.6034>; nonché AA.VV., *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, a cura di Genovese e Falce, in Quaderni Fintech Consob, N. 8, 2021.

⁴Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Giappichelli, 2020, XII ss.

⁵Cfr. PUCCI, *Telemetria: cos'è, a cosa serve, principali applicazioni*, 4 ottobre 2020, in <https://www.internet4things.it/iot-library/telemetria-cose-a-cosa-serve-principali-applicazioni/>.

Calcolo e predizione, ovviamente, si basano su una programmazione (almeno originariamente) umana e prevedono l'acquisizione e l'elaborazione del patrimonio informativo (composto da dati provenienti sia dall'esterno che da data warehouses opportunamente organizzati) sulla base di opportuni modelli. All'intelligenza umana è ancora rimessa l'implementazione di ambienti hardware e soluzioni software idonei a garantire l'esecuzione delle elaborazioni e l'interazione con le controparti dell'ente creditizio, in grado eventualmente di adattarsi alle dinamiche di mercato. Quel che viene in considerazione, ai nostri fini, è l'interesse per gli aspetti di *percezione* del mercato, attraverso l'elaborazione di segnali provenienti da informazioni (finanziarie e non) di vario tipo, nonché di *selezione* per estrarre gli elementi utili alle decisioni o alla comprensione.

Con riguardo all'interazione con il mercato, appare utile l'analisi delle interfacce uomo-macchina (basate su meccanismi di comprensione del linguaggio naturale, dei manoscritti, di segnali vocali o di immagini). Rilevano, altresì, le dinamiche di apprendimento dei software sottostanti alle interfacce stesse, cui consegue una modifica degli automatismi relazionali nel tempo. Ed invero, l'esito delle predette analisi mette ora in luce una realtà nella quale - fino ad epoca recente, complice il ritardo del regolatore nel sottoporre a monitoraggio tale fenomeno - la regolazione dei rapporti che intervengono per il tramite di tali interfacce è rimessa all'autonomia privata degli intermediari. Da qui la responsabilità di questi ultimi nella selezione dei processi automatizzati, stante l'esigenza di tutelare i clienti che fruiscono delle innovazioni tecnologiche applicate all'industria assicurativa, bancaria e finanziaria. Significative, al riguardo, sono le indicazioni della dottrina che ha analizzato gli orientamenti dell'ESMA sui requisiti di adeguatezza previsti dalla MiFID II.⁶

⁶Cfr. RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. bancario*, 2020, secondo la quale le regole di condotta introdotte dalla MiFID II sono divenute più granulari e prescrittive e gli ambiti di autonomia organizzativa dei soggetti vigilati sono ora loro sottratti e disciplinati direttamente dal legislatore. Ciò ha però progressivamente

Occorre quindi avvalorare la necessità di evitare asimmetrie nel mercato, in quanto solo taluni operatori saranno in grado di sostenere i costi dello sviluppo di macchine che operano a proprio vantaggio (se non, addirittura, a danno dei soggetti più deboli individuabili non solo nei consumatori, risparmiatori o debitori, ma anche in tutte quelle controparti che non hanno accesso alle tecnologie più avanzate). Quel che poi andrà verificata è l'identificazione dei problemi nuovi che asimmetrie siffatte possono recare alla tutela dei diritti individuali e delle libertà, alla stabilità del mercato e - in definitiva - al benessere sociale. Sicché - se tale verifica compete in primo luogo agli studiosi dell'economia e della morale - residua al giurista-economista il compito di delineare le direttrici di un'azione interventistica pubblica possa orientata agli scambi di mercato e dunque al conseguimento di un razionale punto di equilibrio tra atti e fini di utilità sociale ai quali com'è noto è improntata la nostra Costituzione.

Questo, nella consapevolezza della necessità di coniugare con equilibrio soluzioni improntate a regole di *Command & Control* (prescriventi, quindi, comportamenti giuridicamente vincolati), strategie basate sull'*empowerment* del consumatore – e, di conseguenza, sulla sua autoresponsabilizzazione e il superamento della condizione di asimmetria informativa, come avviene ad esempio per gli interventi che impongono oneri informativi e di *disclosure* – nonché strategie generalmente riconducibili al paternalismo libertario e alle tecniche di *nudging*⁷. Ciò al fine di garantire una corretta allocazione degli incentivi al rispetto delle norme e, al contempo, funzionali a garantire un'effettiva tutela alle parti potenzialmente pregiudicate da un utilizzo scorretto di processi analitici *big data-based*.

Come anticipato, le soluzioni IT più recenti consentono un'operatività di mercato basata su piattaforme tecnologiche che stanno sostituendo per le banche

ridimensionato gli spazi dell'autonomia privata, che viene sempre più indirizzata dalla regolazione che persegue – con non poca difficoltà - l'efficienza del mercato attraverso meccanismi di riequilibrio di tutte le asimmetrie che lo contraddistinguono.

⁷V. ex multis RANGONE, *Tools for effective law: a focus on nudge and empowerment*, in *Concorrenza e mercato*, 2017, 25.

una sequela di scambi automatici (dai soggetti in deficit ad altri in surplus) che si realizzano al di fuori del controllo pubblico⁸. Ciò non esclude che debbano essere presi in considerazione gli effetti positivi della disintermediazione, ma questa realtà mette in crisi la stabilità (degli enti creditizi) quale perno del sistema bancario-finanziario.

Per respingere imperativi etici atti a rifiutare l'innovazione appare sufficiente la mera considerazione che - al presente - l'industria fintech consente soluzioni che possono migliorare la qualità e l'efficienza degli investimenti e, in generale, la gestione del risparmio. Va da sé, infatti, che ciò potrebbe anche promuovere una semplificazione dei controlli – che al presente si producono a costi transattivi non trascurabili – assicurando la certezza delle transazioni che avvengono sul mercato dei capitali mediante soluzioni tecnologiche di nuovo tipo⁹.

Alcuni impieghi, in questo settore, di strumenti basati su tecniche di IA includono: il supporto alle decisioni di credito; la segnalazione di transazioni insolite; la personalizzazione dei servizi al cliente (per esempio tramite il riconoscimento vocale e l'elaborazione del linguaggio naturale per migliorare l'esperienza del cliente); il risk management e la possibilità di mitigare i rischi di insolvenza da parte di alcuni clienti per alcune tipologie di prodotti finanziari; la *text analysis* per l'acquisizione massiva e la gestione di dati non strutturati al fine di migliorare l'efficienza di processi esistenti; per concludere che l'intelligenza artificiale può essere utilizzata per rilevare minacce e attività dannose, rivelare aggressori, identificare sistemi compromessi e supportare la mitigazione delle minacce.

Permangono, tuttavia, i dubbi sulle esternalità rivenienti dalla decentralizza-

⁸Sullo *shadow banking* v. per tutti LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, Palgrave, 2016.

⁹Se l'innovazione tecnologico-finanziaria può registrare nuovi contenuti negoziali (nella struttura dei prodotti finanziari), la crittografia consente di proteggere le informazioni sensibili e di accertare la veridicità degli strumenti in uso. Non v'è dubbio che l'innovazione tecnologica consentirebbe a prodotti siffatti di accelerare l'esecuzione delle transazioni, assicurando un minore gap sociale nell'accesso a talune forme di investimento.

zione delle relazioni di mercato, giacché essa consente ai privati di accedere alle varie fasi dell'intermediazione in un ambiente competitivo; ne consegue, infatti, l'inutilità delle pregresse modalità del controllo (incentrato sulla affidabilità patrimoniale degli intermediari, come avveniva nel sistema bancocentrico).

Alla luce di quanto precede, può dirsi che la diffusione di nuovi dispositivi e l'affermazione di nuovi bisogni - espressione di una società integrata, caratterizzata da una crescente disponibilità di tecnologie di comunicazione, e per questo definita sotto altro profilo anche *platform society*¹⁰ - sono, quindi, gli elementi che per effetto dell'innovazione tecnologica determinano lo svolgimento di attività di nuovo tipo¹¹. Viene consentito, infatti, ad imprese e clienti di accordarsi in modalità innovative (di frequente sostenendo minori costi di quelli che caratterizzano le negoziazioni tradizionali); ciò, ovviamente in un contesto giuridico che deve esser considerato bisognoso dei presidi previsti dall'ordinamento per la tutela del risparmio, la stabilità dei prezzi e la promozione della competitività.

2. Quale deve essere la configurazione normativa dell'intelligenza artificiale in un contesto di mercato? A questo interrogativo sembrano riconducibili i bisogni registrati in occasione della recente esperienza pandemica e dei conseguenti paradigmi ordinatori rappresentati dalla riflessione in materia di finanza sostenibile. È ormai constatato che la crisi determinata dal Covid-19 ha segnato il trionfo della

¹⁰Questo processo ha però messo in luce angoli bui: dalle forme di concentrazione e conglomerazione alla consapevolezza dell'incremento del controllo, dalla nascita di strumenti automatici (i bot) per la costruzione dell'agenda sociale fino alla presa di coscienza che – prima di essere “istruzioni informatiche” – gli algoritmi sono il frutto di scelte aziendali e politiche (e quindi non sono neutri). Cfr. SORICE, *Gli ecosistemi comunicativi tra piattaforme e trasformazione della sfera pubblica*, Luiss Open, 3/6/2020.

¹¹Cfr., *ex multis* LEMMA, *FinTech Regulation, Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, cit.; TROIANO, *FinTech tra innovazione e regolamentazione*, Relazione al convegno “FinTech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione”, presso l'Università La Sapienza, Roma, 4 dicembre 2017, p. 7; RIZZI, *FinTech Revolution*, Milano, 2016; ARNER – BARBERIS - BUCKLEY, *The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*, 2015, consultabile su www.ssrn.com.

tecnologia¹², in quanto le infrastrutture digitali hanno svolto un ruolo fondamentale nel mantenimento delle funzioni essenziali della società e della 'socialità': significativamente è stato sostenuto che il digitale è diventato, in fase di lockdown, pressoché l'unico spazio possibile di relazione (umana, educativa, commerciale, e così via) e condivisione in tempo reale¹³. Trattasi, tuttavia, di una socialità mediata (dall'infrastruttura tecnologica) e talora falsata (dalla corrispondenza con output generati da intelligenze artificiali che simulano l'interazione umana). Per vero, emergono alcune problematiche che possono mettere a repentaglio l'efficacia degli investimenti in trasformazione digitale¹⁴ delle organizzazioni finanziarie e in più particolare in tecnologie di IA.

Un rischio è legato per esempio alla qualità dei dati raccolti (soprattutto quelli non strutturati) che potrebbero falsare l'elaborazione automatica massiva di sistemi di big data e machine learning. Si parla infatti di "*overfitting*" che può verificarsi quando un algoritmo impara da modelli finanziari o assicurativi peculiari nei dati di formazione, che non sono del tutto rappresentativi della popolazione nel suo complesso. L'*overfitting* non rilevato in molti casi si è tradotto in previsioni o categorizzazioni errate.

L'addestramento è la capacità di chi progetta questi sistemi di testare in base a un set di dati disponibili e addestrare il sistema informativo ad essere più preciso. L'addestramento sui dati fa la differenza sulla qualità del risultato finale e, ove non adeguatamente controllato, rischia di condurre a indebite discriminazioni alle quali i

¹²Cfr. POLLARI, *The Rise of Fintech: Opportunities and Challenges*, in *The Australasian Journal of Applied Finance*, 2016, p. 16; FU – MISHRA, *The Global Impact of COVID-19 on Fintech Adoption*, 22 April 2020, p. 4, consultabile su <https://ssrn.com/abstract=3588453>.

¹³Cfr. BECCHETTI, *Nuovo coronavirus: una rivoluzione di punti di vista e priorità*, in *Pandemia e resilienza*, a cura di Caporale e Pirmi, edizioni CNR, 2020; BENANTI – DARNIS - SCIARRONE ALIBRANDI, *Per una resilienza con la tecnologia. Appunti per il post Covid-19*, ibidem; ARNER – BARBERIS – WALKER – BUCKLEY – DAHDAL – ZETZSCHE, *Digital Finance & the COVID-19 Crisis*, in University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/017, p. 5, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=3558889>.

¹⁴Cfr. BASKERVILLE, CAPRIGLIONE, CASALINO, *Impacts, challenges and trends of digital transformation in the banking sector*, *Law and Economics Yearly Review Journal* – LEYR, Queen Mary University, London, UK, vol. 9, part 2, pp. 341-362, 2020.

consumatori non sono strutturalmente in grado di reagire, vuoi per le caratteristiche intrinseche e la struttura di *black box* che caratterizza gli algoritmi di elaborazione¹⁵, vuoi per le difficoltà che questi affrontano nel comprendere di essere stati soggetti di un processo analitico non corretto¹⁶, vuoi per le oggettive difficoltà connesse al soddisfacimento dell'onere probatorio in merito al malfunzionamento dell'algoritmo¹⁷. A tal fine, si sta delineando in Europa la necessità di un dibattito pubblico approfondito su tali strumenti che preceda l'attuazione di politiche di sviluppo dei medesimi. Deve essere predisposto un quadro legale e applicativo che promuova lo sviluppo condizionato di strumenti di intelligenza artificiale che includano meccanismi per impedire distorsioni e rischi di discriminazione¹⁸ già a partire dai processi di progettazione degli stessi e non *ex post*. Urgente appare la necessità che la cybernetica preveda un quadro di sviluppo di algoritmi di intelligenza artificiale nel rispetto dei diritti fondamentali¹⁹.

L'interesse verso tecnologie di IA e *bigdata* nel settore finanziario determina un aumento della spesa in tecnologie e innovazione come evidenziato da numerosi studi; tra questi assume peculiare rilievo quello di ABI – CIPA sull'IT nel mondo bancario italiano, dal quale emerge che alla data del 2018 la spesa e gli investimenti IT su tali specifiche tecnologie dei diciannove gruppi facenti parte del campione è stata di 4,7 miliardi di euro. Il dato sulla spesa è sicuramente sottostimato perché nel campione della rilevazione non sono inclusi i centri servizi consortili (es. Cedacri,

¹⁵PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard University Press, 2015.

¹⁶DAVOLA, *Fostering consumer protection in the granular market. The role of rules on consent, misrepresentation and fraud in regulating personalized practices*, in *TechReg*, 2021.

¹⁷AMIDEI, *Intelligenza artificiale e diritto - intelligenza artificiale e Product Liability: sviluppi del diritto dell'Unione Europea*, in *Giur. It.*, 2019, 7, p. 1657.

¹⁸Cfr. Carta etica europea sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale nei sistemi giudiziari e negli ambiti connessi, Commissione Europea Per L'efficienza Della Giustizia (CEPEJ), 31ª riunione plenaria, Strasburgo, 3 dicembre 2018.

¹⁹Sul diritto cybernetico cfr. ALPA, *Cyber law. Problemi giuridici connessi allo sviluppo di internet*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1998, fasc. 6, II, 385 ss.; PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di Capriglione, Milano, 2019, p. 351 ss.

CSE) i cui investimenti si riflettono sull'innovazione tecnologica delle banche che usufruiscono di tali centri. La percentuale della spesa dedicata agli investimenti in tecnologia per il business (es. servizi bancari tipici, credito, finanza, etc.) assorbe circa i due terzi del totale IT (67,3%). Il rimanente 32,7% è dedicato agli aspetti di efficientamento della gestione interna. La ricerca sottolinea che il 39,1% del totale della spesa, oltre 1,8 miliardi, è stata destinata all'implementazione di nuovi progetti e funzionalità (investimenti in nuove tecnologie, per es.: piattaforme API, *open banking*, *mobile banking platform independent*, valorizzazione e governance del patrimonio informativo già presente)²⁰.

Un ulteriore rischio è legato all'algoritmo di intelligenza artificiale che dipende (chiaramente) dai dati di addestramento prima analizzati. Un sistema di intelligenza artificiale generalmente riflette le limitazioni di quel set di dati. Di conseguenza, come con altri sistemi, l'intelligenza artificiale può perpetuare o addirittura amplificare pregiudizi o imprecisioni inerenti ai dati di addestramento, o fare previsioni errate se tale set di dati è incompleto o non rappresentativo. Ciò chiaramente impatterà negativamente sulla rapidità ed efficacia della presa di decisioni ai vari livelli di tali organizzazioni.

Di questo deve tener conto il policymaker, prima, e il regolatore, poi. Ed invero, al primo competono le scelte in materia di libertà e responsabilità nello sviluppo dell'intelligenza artificiale; al secondo appartengono i compiti di tradurre tali scelte in regole applicabili in un contesto di mercato; ciò disciplinando quella nuova commistione tra uomo e macchina che, al presente, condiziona la formulazione dell'offerta e della domanda di capitali, di servizi bancari e di strumenti finanziari. Tali aspetti appaiono, invero, ancora più significativi alla luce del panorama attuale, poiché il contesto post crisi sanitaria ha reso urgente e necessario porre l'attenzione sui valori sottostanti all'uso delle innovazioni, imponendo una prospet-

²⁰Cfr. studio ABI – CIPA *Banche: sale la spesa in tecnologie e innovazione*, 2020, consultabile su <https://www.abi.it/Pagine/news/BancheTecnologieInnovazione.aspx>.

tiva nuova alla configurazione del rapporto fra resilienza e tecnologia; ciò tenendo conto che la resilienza costituisce oggi un'esigenza centrale laddove la tecnologia è vista come strumento che consentirà di affrontare il tema della scarsità delle risorse e delle disuguaglianze²¹. Bisogna porre rimedio all'Italia *diseguale* che in questa crisi è emersa in tutte le sue implicazioni²².

Occorrono interventi e investimenti che non si limitino a perseguire interessi economici immediati legati all'efficienza delle banche, ma si coniughino con azioni che mettano in discussione il modello di sviluppo seguito finora²³: l'artificialità dell'intelligenza dovrà necessariamente unire le decisioni di investimento con la selezione, secondo criteri variegati, degli strumenti finanziari emessi, della società emittente, del settore produttivo. In sostanza, l'intelligenza artificiale è chiamata a svolgere un ruolo di primario rilievo nell'ammodernamento del sistema orientando-

²¹In questo senso, due sono certamente i primi elementi emersi dall'analisi dell'impatto tecnologico in questo periodo: 1. il digitale non ha il potere di surrogare in pieno l'esperienza analogica: per quanto sia potente e duttile, la digitalizzazione non è una piena surrogazione della relazionalità umana, anche se ha la capacità di sembrare molto simile. Un aspetto questo che nel contesto dei mercati finanziari si tocca, ad esempio, nell'ambito del *roboadvisory*: è qui che l'interazione tra cliente e consulente assume carattere (e strategia) profondamente differente laddove il consulente ha natura automatizzata ovvero tradizionale. 2. la digitalizzazione delle relazioni non è stata uniforme, ma ha seguito e spesso accentuato l'andamento delle disuguaglianze sociali. Cfr., tra gli altri, Caporale e Pirmi (a cura di), *Pandemia e resilienza. Persona, comunità e modelli di sviluppo dopo la Covid-19*, edizioni CNR, 2020; MAUME, *Regulating Robo-advisory*, in *Texas Journal of International Law*, 2018; ROSSANO D., *Il Robo advice alla luce della normativa vigente*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, cit., p. 365 ss.; GHETTI R., *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca e borsa*, 2020, I, p...

Affrontare la questione degli ultimi sviluppi della tecnica, rappresentati emblematicamente dall'Intelligenza Artificiale (AI), significa sollevare una serie di interrogativi che scaturiscono dall'impatto di tali approdi con la nostra vita e la nostra cultura. Merita qui richiamare la riflessione di un insigne filosofo scomparso di recente, in merito all'intelligenza artificiale: il «Verbo si è fatto macchina», perché il comando, «la ragione e il linguaggio, oggettivati in forma di algoritmo, abitano in corpi non umani, creando una "umanità aumentata"» e il «pensiero umano, disincarnandosi, è emigrato nelle macchine e si è annidato in esse». BODEI, *Dominio e sottomissione. Schiavi, animali, macchine, Intelligenza Artificiale*, Bologna, Il Mulino, 2019, consultabile su <https://journals.openedition.org/tp/1491>.

²²Il Piano Nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) indica tre tipi di disuguaglianze da ridurre: generazionali, territoriali e di genere, con l'obiettivo di superarle anche attraverso una crescita equa e inclusiva.

²³Interventi che devono essere in grado di realizzare una economia avanzata perché solidale, cioè preservando e migliorando il rapporto con il pianeta e le sue risorse, in linea cioè con il progetto di sviluppo sostenibile, in atto da tempo.

lo sempre più verso paradigmi di piena sostenibilità²⁴. Altrimenti, l'intelligenza artificiale potrà tuttalpiù esser considerata neutra, ma non sarà sostenibile (come è auspicabile).

3. Naturalmente la descritta realtà finanziaria, permeata da strumenti IT avanzati di *data management* e di *decision support systems*, si riflette sulle regole della organizzazione e di funzionamento delle società bancarie, per un verso introducendo meccanismi automatizzati nella *governance* e nei controlli, per altro innovando gli strumenti e i servizi offerti²⁵. È stato osservato, in particolare, che affidando alla tecnologia talune funzioni (quali, ad es., la *compliance* aziendale), gli amministratori sarebbero tornati ad occuparsi del *business*, azzerando i conflitti di interesse (di solito connaturati *all'agere* delle persone)²⁶. A ben considerare, si assiste ad una oggettivizzazione delle scelte operative che incide sull'assunzione delle decisioni poste a fondamento della discrezionalità dell'organo amministrativo degli enti societari, laddove le più contenute forme di intervento delle autorità di vigilanza

²⁴Siamo in presenza di una crescente percezione da parte del mercato della rilevanza “sistemica” delle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) laddove sempre più investitori istituzionali di grandi dimensioni stanno integrando i fattori ESG nelle loro politiche di investimento e di engagement. In molti casi tali investitori adottano meccanismi funzionali ad individuare le imprese partecipate che non abbiano implementato in maniera soddisfacente i fattori ESG nella propria organizzazione aziendale, nell'ottica di disinvestire tali partecipazioni.

²⁵ In tempo di Covid - nel nome della tutela della salute e della sicurezza personale - l'organizzazione dell'impresa è divenuta sempre più digitale e governata dalle nuove tecnologie. Il cambiamento indotto dalla digitalizzazione comporta, infatti, la dematerializzazione dei luoghi fisici, cui si aggiunge la condivisione delle informazioni in tempo reale, possibilità di lavorare, anche da remoto, in un unico ambiente connesso e collaborativo. Da qui le nuove modalità partecipative ad un'attività che si svolge in spazi non limitati ma condivisibili a distanza (dalle riunioni in videoconferenza all'assistenza clienti via *chat*, alle interazioni su piattaforme informatiche). Ciò anche se, come viene osservato (v. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in corso di pubblicazione in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale e dell'intelligenza artificiale*, Milano, Giuffrè, 2021), vengono sacrificati i tradizionali diritti dei soci di minoranza, fra cui quello di prender parte alle assemblee annuali, in favore di forme di partecipazione basate su modalità telematiche e virtuali, con strumenti di dialogo a distanza e di voto elettronico, che sollevano anche domande di ordine sistematico. La portata delle nuove prescrizioni è tale, infatti, da indurre gli operatori a domandarsi se il loro carattere sia effettivamente transitorio ovvero dia luogo a nuovi paradigmi disciplinari.

²⁶Cfr. SACCO GINEVRI, *La mutazione dell'impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell'economia*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, suppl. n. 5/2020, p. 73 ss.

dovrebbero innescare un input reattivo nell'attività dell'organo di controllo.

Ma non solo. E' stato correttamente sottolineato che la svolta etica di cui si è resa promotrice la Business Roundtable statunitense nel 2019 ha il merito di aver ribadito il principio secondo cui al centro della vicenda societaria si pone oggi un azionariato stabile e virtuoso; al contempo, sono state poste le basi per un percorso evolutivo verso una governance effettivamente stakeholders-centrica che, ove effettivamente intrapreso, avrebbe richiesto un intervento normativo organico e condiviso a livello nazionale e internazionale²⁷.

A ciò si aggiunga che da una ricerca condotta da Oracle emerge la percezione di un elevato livello di positività per il potenziale della tecnologia volta a gestire le scelte organizzative e finanziarie; consegue la necessità, per chi opera all'interno di un'organizzazione, di abbracciare l'uso di strumenti innovativi (*bot*, applicazioni multifunzionali, sistemi informativi alimentati da sofisticati algoritmi e avanzati strumenti di *machine learning*) per gestire in modo efficiente le strutture aziendali e il personale ai vari livelli dell'organizzazione²⁸. In tale ricerca, dal campione analizzato – composto da 9mila fra uomini d'impresa e clienti di imprese finanziarie di 14 diversi Paesi – emerge che la pandemia da Covid-19 ha sensibilmente aumentato la preoccupazione di molti responsabili aziendali che ammettono di voler dare sempre più fiducia alla tecnologia e nel 73% dei casi affermano di fidarsi di un agente di intelligenza artificiale più di sé stessi. E ancora. Il 77% di loro conferma di volersi affidare a questo tipo di strumenti preferendoli ai collaboratori del team finance o compliance, mentre l'89% li vede come soluzione ideale per migliorare alcuni specifici processi, come la rilevazione di eventuali frodi, la gestione delle fatture e l'elaborazione di analisi costi/benefici.

Il 56% dei manager intervistati, infine, ritiene che i robot-software (chat-bot

²⁷In tal senso v. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, cit.

²⁸Cfr. ricerca ORACLE, 2021, *Finanze aziendali, è l'ora di intelligenza artificiale e machine learning*, in Money and Machines 2021 Global Study, consultabile su https://www.ilsole24ore.com/art/finanze-aziendali-e-l-ora-intelligenza-artificiale-e-machine-learningADHFkmNB?Refresh_ce=1.

evoluti) sostituiranno i professionisti del “finance” in azienda nell’arco dei prossimi cinque anni, l’85% auspica un supporto tecnologico per attività quali il *budgeting*, il *reporting* e la gestione del rischio e il 40% è dell’idea che il personale debba focalizzarsi su processi come la comunicazione con i clienti, la negoziazione di sconti o l’approvazione di transazioni.

È evidente come in prospettiva il regolatore debba tener conto di tali implicazioni della innovazione informatica applicata al *business*, la quale tende ad una completa digitalizzazione dei processi che sarà di certo gravida di conseguenze anche al livello di configurazione strutturale per gli appartenenti all’ordinamento finanziario²⁹. Oggi appare difficile immaginare un’industria bancaria priva dell’IA, così come appare preoccupante il ritardo del regolatore nel porre sistemi di IA al centro del Green Deal europeo e nel rilancio dell’economia *post* Covid-19. Desta sorpresa l’assenza di sistemi di IA atti a controllare la resilienza e la sostenibilità delle imprese destinatarie delle misure di sostegno straordinario ideate in questi giorni di pandemia³⁰. Nella medesima prospettiva, l’IA potrebbe costituire un utile strumento per individuare le imprese più virtuose del mercato in applicazione della tassonomia delle attività economiche sostenibili³¹, così da impedire il proliferare di fenomeni cd. di “*greenwashing*” che possono distorcere le decisioni di investimento degli operatori del mercato³².

²⁹Cfr. CASALINO, ARMENIA, DI NAUTA, *Inspiring the Organizational Change and Accelerating the Digital Transition in Public Sector by Systems Thinking and System Dynamics Approaches*, in Uskov V.L., Howlett R.J., Jain L.C. (eds), *Smart Education and e-Learning 2021*, vol. Smart Innovation, Systems and Technologies book series (SIST), vol 240, pp. 197-214, 2021, Springer, Singapore.

³⁰Più in particolare, da tempo le misure di corporate governance promuovono il potenziamento degli azionisti stabili, al fine di garantire una gestione aziendale incentrata su una crescita sostenibile dell’impresa azionaria in un arco temporale di lungo periodo: cfr. STELLA RICHTER Jr., *Long-Termism*, in *Rivista delle società*, 2021, 1, p. 16 ss. In tal senso si colloca in Europa la direttiva *Shareholder Rights II* (v. AA.VV., *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, a cura di Raffaele - Ruggiero, Padova, 2021, *passim*), che persegue il fine di supportare la crescita e lo sviluppo di società più inclusive.

³¹Al riguardo si v. il Regolamento (UE) n. 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili.

³²Cfr. la comunicazione della Commissione n. COM(2018)97 final dell’8 marzo 2018, recante

Appare opportuno segnalare che, al di là di ogni questione relativa ai mutamenti recati dall'innovazione finanziaria, le società bancarie conservano le prerogative di entità strumentali alla realizzazione del profitto che da esse i finanziatori si attendono. Da qui gli obiettivi di redditività - e, dunque, la conduzione imprenditoriale a tale scopo propedeutica - che le società bancarie perseguono; ciò fermo restando che, come la dottrina ha avuto modo di evidenziare³³, non devono e né possono essere travalicate «le regole di contenimento del rischio e di oculata gestione», essendo queste ultime volte a salvaguardare la posizione di tutti gli *stakeholders* interessati, direttamente o indirettamente, al buon funzionamento delle società bancarie³⁴.

E se nell'attuale mutato contesto ha indubbiamente rilievo la capacità dell'impresa di organizzarsi secondo paradigmi efficienti e resilienti nei confronti di nuovi potenziali crisi sistemiche, l'IA appare lo strumento idoneo a "fluidificare" i processi organizzativi e gestionali delle imprese che con la crisi pandemica hanno subito una mutazione genetica del proprio tessuto organico³⁵.

4. Inutile soffermarsi sul disappunto per i ritardi nella redazione di un primo insieme di norme atte a governare le opportunità e i rischi rappresentati dall'IA, al

“Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, ove si legge, tra l'altro, che “*gli indici di riferimento tradizionali riflettono lo status quo e le relative metodologie e pertanto riflettono gli obiettivi di sostenibilità solo in misura limitata. In quanto tali essi non sono adeguati per misurare la prestazione degli investimenti sostenibili. In risposta i fornitori di indici stanno elaborando indici di riferimento ESG per cogliere gli obiettivi di sostenibilità ma l'assenza di trasparenza riguardo alle loro metodologie ne ha inficiato l'affidabilità. Per ridurre il rischio di “greenwashing” è necessario disporre di metodologie di indici sostenibili più trasparenti e affidabili*”.

³³Cfr. CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milanofiori Assago, 2019, p. 192.

³⁴CAPRIGLIONE – PELLEGRINI, *Le società bancarie*, in *Trattato delle Società*, diretto da Donativi, Collana Omnia – Trattati giuridici, in corso di stampa.

³⁵Cfr. SACCO, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, cit.; ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, 3, p. 261 ss.; TULLIO, *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2019.

presente rimesso all'iniziativa degli organi europei e non anche all'azione dei parlamenti nazionali. Con riguardo al caso Italia, i ritardi del legislatore nazionale hanno impedito che il nostro Paese potesse elaborare un modello di gestione del potenziale impatto dell'IA sui singoli intermediari, sul relativo comparto e, più in generale, sul mercato dei capitali e sull'economia.

Risultano, quindi, centrali i lavori del Parlamento europeo, attualmente impegnato sulla proposta presentata dalla Commissione il 21 aprile scorso per trasformare l'Europa nel nuovo centro nevralgico per la diffusione di modelli di IA che siano affidabili e compatibili con i principi cui si informa il mercato comune. In tale contesto, le direttrici sembrano orientarsi verso tre orizzonti: un quadro etico, l'imputazione delle responsabilità e la tutela della proprietà. Al riguardo va segnalata l'iniziativa legislativa di Iban García del Blanco (S&D, ES) che ha sollecitato la Commissione a presentare un nuovo quadro giuridico che delinei i principi etici e gli obblighi legali cui conformarsi nello sviluppo, nell'implementazione e nell'utilizzo dell'intelligenza artificiale, della robotica e delle tecnologie correlate nell'UE (compresi software, algoritmi e dati)³⁶.

In tale contesto, va considerata l'affermazione di taluni principi, che le future leggi dovranno rispettare, tra i quali l'esigenza che gli sviluppatori si orientino verso un'intelligenza artificiale antropocentrica e antropogenica³⁷. Ciò, anche al fine di tener conto dei profili di sicurezza, trasparenza e responsabilità che connotano i vari ambiti di applicazione dell'innovazione in parola. Inoltre, le tecnologie IA ad alto ri-

³⁶Il Parlamento europeo ha presentato alcune raccomandazioni su ciò che le norme sull'IA dovrebbero includere in materia di etica, responsabilità e diritti di proprietà intellettuale. Queste raccomandazioni aiuteranno l'Unione a diventare un leader globale nello sviluppo dell'IA. La Commissione presenterà una proposta legislativa in materia all'inizio del prossimo anno. V. la notizia su <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20201016IPR89544/intelligenza-artificiale-il-pe-getta-le-basi-per-le-prime-regole-ue>

³⁷<https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20201016IPR89544/intelligenza-artificiale-il-pe-getta-le-basi-per-le-prime-regole-ue> Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 206 final 2021/0106 (COD) Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'unione {SEC(2021) 167 final} - {SWD(2021) 84 final} - {SWD(2021) 85 final}.

schio, come quelle con capacità di autoapprendimento, dovrebbero essere progettate in modo da consentire la sorveglianza umana in qualsiasi momento, in quanto l'efficiente funzionamento del mercato richiede garanzie specifiche contro distorsioni e discriminazioni, nonché il rispetto della *privacy* e della protezione dei dati. Si avverte l'esigenza di controllare i fondamenti dell'IA per evitare asimmetrie atte ad allontanare gli scambi di mercato dai punti di equilibrio che massimizzano l'utilità sociale.

È però innegabile che l'uso di sistemi informativi per l'analisi semi-automatica o automatica dei dati sta rapidamente trasformando il settore dei servizi finanziari e assicurativi. Nel campo finanziario la trasformazione digitale agisce sui servizi e sui processi utilizzati nella produzione di questi servizi.

Un esempio di applicazione concreta riguarda l'implementazione di sistemi di analisi per efficientare le decisioni di investimento. Trattasi di tecnologie in grado di trasformare in pochi secondi grandi quantità di dati disomogenei, disaggregati e spesso ridondanti, aumentando la produttività di gestori e analisti e migliorando la qualità dei servizi e dei prodotti offerti ai clienti.

L'intelligenza artificiale avrà quindi un ruolo sempre più importante, perché permette di analizzare vasti set di dati, valutando rischi e prospettive per supportare attività e processi decisionali. Da qui modelli operativi aziendali più snelli, più flessibili ma nello stesso tempo più automatizzati, insieme a servizi finanziari e di supporto a misura delle esigenze del cliente. Di recente, in tema di tecnologie avanzate Bankitalia ha confermato il trend di crescita esponenziale, legato al peso degli investimenti in interfacce applicative, infrastrutture tecnologiche di machine learning, analisi dei dati in real-time e big data analytics - pari al 58% - mentre si consolidano progetti basati su biometria, process automation e natural language processing. Tra le ricadute immediate emerge un miglioramento della customer experience, grazie anche alla dematerializzazione della documentazione, all'uso sempre più

pervasivo delle firme digitali e di strumenti di assistenza automatica³⁸.

Si avverte l'esigenza di incentrare la regolazione dell'IA sulla responsabilità sociale e ambientale. In sostanza, emerge la necessità di impegnarsi per l'affermazione di un "ruolo sociale" dell'IA cui si ricollega l'adempimento di funzioni volte a soddisfare le aspettative di coloro che interagiscono con i relativi output. Significativa, pertanto, deve essere oggi l'attenzione dedicata all'individuazione di una nuova intelligenza etica e sostenibile per fare banca, il cui approfondimento appare essenziale per regolare la realtà di mercato che si è venuta delineando negli ultimi tempi; tale realtà deve essere considerata bisognosa dei presidi previsti dall'ordinamento per la stabilità del sistema.

Solo così le capacità tecnologiche avranno un ruolo cruciale nello sviluppo di politiche sostenibili e quindi di un ambiente economico e sociale più resiliente per le generazioni future e per la realizzazione di una giustizia intergenerazionale; ben vengano, dunque, gli orientamenti etici per un'intelligenza artificiale affidabile nonché l'accoglimento della convinzione in base alla quale, in una società matura dell'informazione (come è l'Italia contemporanea) il progetto umano debba *in re ipsa* essere etico, unendo politiche verdi (economia green, circolare e dello share) e "politiche blu" (economia digitale e dell'informazione) favorendo un modo di vivere insieme centrato sulla qualità delle relazioni e dei processi, anziché sul consumo e sulle cose³⁹.

Mirella Pellegrini

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università Luiss "Guido Carli" di Roma*

³⁸*Bankitalia, tra il 2021 e il 2022 la spesa per fintech è salita a 530 mln*, su Radiocor Banche, Il Sole 24 Ore.

³⁹FLORIDI, *Il Verde e il Blu*, Raffaello Cortina Editore, 2020.

LA PRE-COMMERCIALIZZAZIONE DI FIA RISERVATI *

(The pre-marketing of reserved AIFs)

ABSTRACT: *Directive (EU) 2019/1160 on cross-border distribution of collective investment undertakings provides for a new definition of pre-marketing, related to AIFs reserved to professional investors. The analysis is aimed at examining certain aspects of the relevant definition, the relationship with subsequent marketing and reverse solicitation, the impact on the rules of conduct of EU AIFMs and the relationship with the discipline of product governance.*

SOMMARIO: 1. Premessa. La disciplina europea in materia di distribuzione transfrontaliera di organismi di investimento collettivo. – 2. La pre-commercializzazione di FIA riservati: impianto, fattispecie e tematiche rilevanti. – 3. (segue): pre-commercializzazione, commercializzazione e reverse solicitation. – 4. (segue) pre-commercializzazione e successiva sottoscrizione. – 5. La pre-commercializzazione svolta per conto del gestore. – 6. Pre-commercializzazione e regole di condotta e organizzative. Rapporti con la product governance. – 7. Recepimento domestico e disciplina di attuazione.

1. La direttiva 2019/1160/CE ed il regolamento (UE) 2019/1156¹ si prefiggono complessivamente l'obiettivo di un ulteriore coordinamento delle regole comportamentali applicabili ai gestori di fondi, in specie nel contesto della distribuzione transfrontaliera. L'intervento disciplinare – che si colloca nel più ampio contesto di iniziative di cui si compone l'action plan della Commissione Europea nell'ambito

*Contributo approvato dai revisori.

¹Si tratta, della Direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo (di seguito, la direttiva) e del Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 (di seguito, il regolamento).

della Capital Market Union (CMU)² – è volto a rendere più robusto il mercato unico per i fondi d'investimento dell'UE³, eliminando talune barriere normative e complessità operative tuttora poste rispetto alla commercializzazione transfrontaliera ed intervenendo su aspetti che determinano incertezza giuridica in sede interpretativa e dunque applicativa⁴.

Le misure in parola toccano alcuni punti di dettaglio e si soffermano su un profilo innovativo nel panorama disciplinare di settore, perlomeno nella prospettiva domestica.

Rientrano nel primo ambito le disposizioni volte a rafforzare taluni principi della fase di marketing contenuti nella direttiva 2009/65/CE, la cui applicazione è estesa ai GEFIA, sì da assicurare un incremento del livello di tutela degli investitori a prescindere dalla categoria di fondi⁵. Analogamente (ed estendendone il regime ai GEFIA che commercializzano quote di FIA presso investitori al dettaglio) sono precisati i requisiti delle strutture messe a disposizione dai gestori per gli investitori al dettaglio, escludendo la possibilità per gli Stati membri di imporre una presenza fisica locale⁶. Ancora, sono introdotte regole più precise ed uniformi in relazione alla

²European Commission, *Inception Impact Assessment, Reducing barriers to cross-border distribution of investment funds*, Ref. Ares (2017)3132069 del 22.6.2017.

³European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment*, Brussels 12.3.2018, SWD(2018) 54 final, p. 6.

⁴Vedi HOOGHIEMSTRA - SMET, *A Preliminary Analysis of the New Pre-Marketing Rules of AIFs in Europe*, in AGEFI Luxembourg, 2019, disponibile al link: <https://ssrn.com/abstract=3489034>; LAPHAM – VERWEY – SINGH - UNADKAT, *Changes to AIFMD Marketing Rules from August 2021 - How will these New Rules Impact Fund Managers ?*, 2021, disponibile al link: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b7ef3cff-2229-43b8-898d-07f3d2d6482e>; ELLIS - MAJ - WALTERS, *The cross-border marketing rules and alternative Investment Funds*, 2021, disponibile al link: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=7489413f-7e4c-4ef8-afba-fa979a6f8e3e>; MANFROI – BONARDI, *La distribuzione cross-border di OICR nel nuovo framework europeo*, in *Diritto Bancario*. Approfondimenti, agosto 2021.

⁵Così il considerando 4 della direttiva; il riferimento è, in particolare, alle regole in materia di requisiti per le comunicazioni di marketing di cui all'art. 4 del regolamento.

⁶Si rileva nei considerando della direttiva che “[l]e disposizioni della direttiva 2009/65/CE che impongono agli OICVM di fornire strutture agli investitori, come attuate in taluni ordinamenti nazionali, si sono rivelate onerose. Inoltre, le strutture locali sono raramente utilizzate dagli investitori nel modo previsto dalla direttiva. Il metodo preferito di contatto è cambiato ed è ora costituito dall'interazione diretta tra gli investitori e i gestori del fondo, per via elettronica o per telefono, mentre i pagamenti e i rimborsi sono effettuati mediante altri canali. Sebbene tali strutture

fase di cessazione della commercializzazione di quote o azioni degli OICVM o dei FIA nello Stato membro ospitante⁷.

L'aspetto certamente più rilevante dell'intervento regolamentare riguarda la puntualizzazione di profili definitivi e disciplinari attinenti alla fase della commercializzazione e a quella ad essa antecedente.

A tal riguardo, nell'ambito dei lavori preparatori della proposta di direttiva e di regolamento si era segnalato come i requisiti di commercializzazione e le pratiche di vigilanza nazionali differissero e fossero talvolta inutilmente onerosi⁸. Rilevanti divergenze riguardavano in particolare il pre-marketing e la *reverse solicitation*, con conseguenti impatti in termini di complessità e incertezza giuridica nella distribuzione transfrontaliera ed in ultima analisi dei costi sopportati dai gestori di attivi nella commercializzazione transfrontaliera di fondi nell'UE⁹.

Nel mentre l'indicazione di procedere ad una regolamentazione del fenomeno della *reverse solicitation* è risultato presto abbandonato¹⁰, l'intervento normati-

siano attualmente utilizzate a fini amministrativi, ad esempio per la riscossione transfrontaliera di spese e oneri regolamentari, ossia per scopi per i quali dovrebbero essere utilizzati altri mezzi, compresa la cooperazione tra autorità competenti" (considerando n. 5). Vedi, in particolare, il nuovo art. 92 della direttiva 2009/65/CE introdotto dall'art. 1 della direttiva e l'art. 43-bis della direttiva 2011/61/UE, introdotto dall'art. 2 della direttiva.

⁷L'assenza di regole chiare, infatti, "crea incertezza economica e giuridica per i gestori di fondi. Pertanto, le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE dovrebbero stabilire condizioni chiare per il ritiro della notifica delle disposizioni adottate per la commercializzazione concernente alcune o la totalità delle quote o azioni. Tali condizioni dovrebbero riconciliare, da un lato, la capacità degli organismi di investimento collettivo o dei rispettivi gestori di porre fine alle loro disposizioni adottate per la commercializzazione delle rispettive azioni o quote quando sono rispettate le condizioni previste, e, dall'altro, gli interessi detenuti in tali organismi dagli investitori" (considerando n. 6, direttiva). Vedi, in particolare, l'art. 93-bis della direttiva 2009/65/CE introdotto dall'art. 1 della direttiva e l'art. 32-bis della direttiva 2011/61/UE, introdotto dall'art. 2 della direttiva.

⁸European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment*, cit., p. 15.

⁹In particolare, i feedback ricevuti in sede di consultazione avrebbero sottolineato la circostanza che, attese le differenze di regime applicabili nei diversi paesi, i gestori hanno sovente bisogno di richiedere un legal advice per comprendere e adeguarsi ai diversi quadri normativi nazionali. Tali costi legali sarebbero sostenuti, oltre che in fase di iniziale accesso al mercato, anche su base continuativa per adeguarsi ai cambiamenti dei requisiti applicabili nelle singole giurisdizioni: vedi European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment*, cit., p. 19.

¹⁰ In sede di analisi preliminare dell'intervento normativo era stata valutata anche la possibilità di procedere alla definizione della sollecitazione inversa, volta a coprire quelle situazioni nelle quali ha luogo la cd. commercializzazione passiva, che vede l'investitore professionale contattare di propria iniziativa il gestore riguardo a un prodotto specifico. Come noto, il considerando 70 della AIFMD

vo si è concentrato sulla definizione e disciplina del *pre-marketing*, con riguardo ai fondi di investimento alternativi destinati ad investitori professionali¹¹.

La nozione rilevante è stata concepita in termini negativi, individuando ciò che non costituisce commercializzazione, in modo da integrare la definizione positiva di tale ultimo ambito operativo già fornita nella direttiva 2011/61/CE (di seguito, l'AIFMD). L'obiettivo esplicito del legislatore europeo consiste nell'enucleare un criterio discriminante per determinare quando i contatti con i potenziali investitori non debbono essere trattati come commercializzazione. E ciò in modo da aumentare la trasparenza sulle situazioni coperte dalla pre-commercializzazione, riducendo gli oneri per i gestori in questa fase, senza compromettere la protezione degli investitori al dettaglio, essendo la disciplina limitata ai FIA e agli investitori professionali¹².

Dunque, al vertice, gli obiettivi disciplinari sono sintetizzabili nell'eliminazio-

riconosce che gli investitori professionali possono investire in FIA di propria iniziativa, senza fornire ulteriori indicazioni. Va da sé che, in assenza di una definizione armonizzata, la prassi che si è venuta consolidando nei diversi Stati membri circa la ricorrenza di una siffatta sollecitazione passiva è piuttosto variegata; donde l'indicazione secondo la quale “a harmonised definition of reverse solicitation would clarify this concept and specify that reverse solicitation falls outside the scope of marketing”. A tale proposizione si è, tuttavia, opposto, in termini decisivi, che “there is also risk of a loss of investor protection as funds sold in this way would be considered outside of AIFMD, with the non-application of EU marketing rules. This could constitute a way to circumvent the AIFM Directives and this might put at risk the efficiency of EU legislation”: cfr., European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment*, cit., p. 36.

¹¹La disciplina in materia di pre-commercializzazione interessa la gestione di fondi alternativi, come definiti nella AIFMD, laddove il regolamento ha poi uniformato la disciplina in parola anche ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) di cui al regolamento (UE) 345/2013 e ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), di cui al regolamento (UE) 346/2013.

La direttiva ha rinviato, viceversa, al 2023 la valutazione sull'opportunità di armonizzare al regime introdotto per i gestori di fondi alternativi le disposizioni applicabili alle società di gestione degli OICVM che sondano l'interesse degli investitori per una particolare idea o strategia di investimento e di eventualmente introdurre modifiche alla direttiva 2009/65/CE (cfr. art. 5).

¹²Nella proposta di direttiva della Commissione Europea (vedi COM(2018) 92 final 2018/0041 (COD) del 12.3.2018) le previsioni in base alle quali (i) i GEFIA possono sondare l'interesse degli investitori professionali per un'idea o una strategia di investimento, ma senza notifica non possono promuovere un FIA già istituito e (ii) se gli investitori professionali si rivolgeranno al GEFIA a seguito delle attività di pre-commercializzazione, la sottoscrizione di quote o azioni del FIA che sarà alla fine istituito o di un analogo FIA gestito dal GEFIA sarà considerata il risultato della commercializzazione, sono esplicitamente identificate quali garanzie *sufficienti* rispetto alla possibilità di elusione dei requisiti della AIFMD in materia di commercializzazione dei FIA nello Stato membro di origine o su base transfrontaliera in un altro Stato membro (p. 10).

ne della frammentazione applicativa e nella creazione di condizioni di parità comportamentale; il tutto garantendo che l'investitore, anche il professionale, riceva un set informativo in merito al prodotto nel quale intende investire che abbia superato un vaglio di verifica pubblica, consistente nella procedura di commercializzazione e limitando alla sola genuina *reverse solicitation* l'ipotesi di assenza di un previo vaglio esterno della documentazione di investimento.

Come detto, la disciplina nasce nella prospettiva di favorire e rendere più uniformi la distribuzione transfrontaliera di prodotti di investimento collettivo. Cionondimeno, essa inevitabilmente spiega effetti in relazione ad ogni iniziativa di distribuzione, anche non collegata ad una dimensione transfrontaliera.

Vi è da chiedersi se la normativa in parola potrà conseguire gli obiettivi che si prefigge.

Anticipando l'esito dell'analisi che seguirà, di certo abbiamo un consolidamento ed una armonizzazione delle fattispecie rilevanti. Ciò in concreto dovrebbe ridurre le asimmetrie applicative. Restano tuttavia ambiti di specificazione puntuale, affidati ora – come, ad esempio, nel nostro paese – alla normativa interna, ora inevitabilmente ricollegati all'operare interpretativo degli attori coinvolti che potranno condurre al persistere di disomogeneità sulla concreta definizione e applicazione della disciplina. Per contro, abbiamo l'emergere di una nuova attività riservata (lo svolgimento della pre-commercializzazione per conto di un GEFIA UE), oltre che l'affermazione espressa di nuovi oneri informativi e, implicitamente, di nuovi costi di compliance.

L'impostazione seguita dal legislatore europeo, pur condivisibile nello spirito che la anima, presenta dunque una serie di limiti: per un verso, infatti, si assiste al mantenimento di aree grigie (specie in relazione alle indicazioni che le singole autorità nazionali potranno formulare nel definire elementi fondamentali dell'impianto complessivo della disciplina, ad esempio – come vedremo – a proposito della interazione tra pre-commercializzazione e successiva sottoscrizione), per un altro, potrà

osservarsi un irrigidimento nella fase di ideazione del prodotto ed un connesso innalzamento dei costi di progettazione e ideazione antecedenti al lancio di una nuova iniziativa (sotto questo ultimo profilo, è poi evidente che la valutazione di adeguatezza del disegno regolamentare va svolta non solo con riferimento alla prospettiva transfrontaliera, ma anche a quella puramente domestica).

La normativa di recepimento nazionale potrà, in taluni degli ambiti per i quali si rimanda alla normativa secondaria, concorrere a ridurre la potenziale perdurante frammentazione disciplinare, altrimenti conseguibile¹³.

2. La direttiva definisce la pre-commercializzazione come la “fornitura di informazioni o comunicazioni, direttamente o indirettamente, su strategie o su idee di investimento da parte del GEFIA UE o per suo conto ai potenziali investitori professionali domiciliati o con la sede legale nell'Unione per sondarne l'interesse per un FIA o un comparto non ancora istituito o istituito ma non ancora notificato per la commercializzazione a norma degli articoli 31 o 32, nello Stato membro in cui i potenziali investitori sono domiciliati o hanno la sede legale, e che in ogni caso non costituisce un'offerta o un collocamento nei confronti del potenziale investitore a investire nelle quote o azioni di quel FIA o comparto”¹⁴.

L'ambito applicativo della previsione in parola è riferito ai soli GEFIA UE. Tale costruzione avrebbe potuto, in astratto, generare una posizione deteriore per tali operatori rispetto a gestori extracomunitari. Di qui l'esplicita indicazione ritraibile dal considerando 12 della direttiva, in base alla quale “[l]e disposizioni legislative,

¹³Vedi, ora, il d.lgs. 5 novembre 2021, n. 191, recante Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della direttiva (UE) 2019/1160, del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo, e del regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 e recante disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ai sensi dell'art. 9 della legge 4 ottobre 2019, n. 117, e dell'articolo 31, comma 5, della legge 24 dicembre 2012, n. 234 (di seguito, il Decreto di recepimento).

¹⁴Cfr. art. 4.1, lett. aea, AIFMD, come introdotto dall'art. 2.1 della direttiva.

regolamentari e amministrative nazionali necessarie per conformarsi alla direttiva 2011/61/UE e, in particolare, alle norme armonizzate in materia di pre-commercializzazione, non dovrebbero in alcun modo svantaggiare i GEFIA UE rispetto ai GEFIA non UE”. Si fissa, dunque, un principio di non aggravamento della posizione dei gestori europei; la previsione ora menzionata presenta una chiara valenza programmatica, nella misura in cui considera non soltanto la situazione attuale, nella quale i GEFIA non UE non beneficiano di diritti di passaporto, quanto anche una eventuale situazione a tendere nella quale diventassero applicabili le regole in tema di operatività transfrontaliera dei gestori non UE di cui all’AIFMD¹⁵.

La nozione presenta un’accezione negativa (*non costituisce un’offerta*) e descrive contenutisticamente (*fornitura di dati e informazioni su strategie e idee di investimento*), finalisticamente (*l’obiettivo di sondare l’interesse*) e strutturalmente (*direttamente o indirettamente, tramite terzi che agiscono per conto*) gli elementi costitutivi della fattispecie.

Rispetto alla proposta di direttiva¹⁶, viene ricondotto nell’alveo della nozione rilevante anche la fornitura di informazioni per sondare l’interesse di potenziali investitori relativamente a FIA *già istituiti* ma rispetto ai quali non è stata ancora attivata la procedura di commercializzazione. Deve ritenersi che in questo ambito rien-

¹⁵Cfr. anche l’art. 2 punto 7 della direttiva che introduce un nuovo *Articolo 69 bis Valutazione del regime di passaporto* nella AIFMD a mente del quale “[p]rima dell’entrata in vigore degli atti delegati di cui all’articolo 67, paragrafo 6, ai sensi del quale diventano applicabili le norme di cui all’articolo 35 e agli articoli da 37 a 41, la Commissione presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio, tenendo conto del risultato della valutazione del regime di passaporto previsto dalla presente direttiva, compresa l’estensione di tale regime ai GEFIA non UE. La relazione è corredata, se del caso, di una proposta legislativa”.

¹⁶La proposta di direttiva considerava pre-commercializzazione “la fornitura diretta o indiretta di informazioni su strategie o su idee di investimento da parte del GEFIA o per suo conto agli investitori professionali domiciliati o registrati nell’Unione per sondarne l’interesse per un FIA non ancora istituito”. Coerentemente, il considerando n. 10 prevedeva che “[a]ffinché la pre-commercializzazione possa essere riconosciuta come tale ai sensi della presente direttiva, essa dovrebbe riguardare un’idea o una strategia di investimento senza far riferimento ad un FIA già istituito. Di conseguenza, nel corso della pre-commercializzazione gli investitori non possono sottoscrivere quote o azioni di un FIA, dato che questo non esiste ancora, né in questa fase dovrebbe essere permessa la distribuzione ai potenziali investitori di documentazione promozionale, neanche in forma di progetto”.

tri, oltre che l'ipotesi del FIA semplicemente istituito, ma non ancora attivato mediante la sottoscrizione di quote o azioni da parte di investitori, anche il caso di FIA istituito e attivato mediante partecipazione di investitori sulla base di una *reverse solicitation*. Ci si riferisce, in particolare, alla situazione, tipica nella prassi operativa, di nuovi fondi che prendono l'avvio sulla base di una iniziativa promossa da parte di uno o più investitori e che, solo successivamente, vengono aperti alla sottoscrizione di ulteriori potenziali soggetti, previo sondaggio di un interesse del mercato verso quella specifica iniziativa.

La fornitura di dati e informazioni deve riguardare *strategie o idee di investimento*. La direttiva non fornisce specificazioni in merito al livello di definizione che tali elementi debbono possedere; non è, dunque, precisato in cosa consista, in tale ambito, una strategia o una idea di investimento, né quali elementi ne compongano il nucleo minimo essenziale. Si tratta di profili di confine delle fattispecie considerate che, sul piano delle concretezze, possono assumere una chiara valenza discriminante di ciò che assume rilievo o meno ai fini della disciplina in parola. E' evidente che il livello di definizione di una possibile iniziativa di investimento può essere più o meno sviluppato in funzione del grado di maturazione del progetto. Sotto questo versante occorre fare una distinzione di massima. Se, infatti, in relazione a FIA già istituiti (e rispetto ai quali non è stata ancora avviata la procedura di commercializzazione) dovremmo dare per scontato che la diffusione di informazioni inerenti alla politica di investimento, per come descritta ed indicata nel regolamento del fondo già istituito, integri il requisito della nozione in parola, diversa è la situazione a proposito di FIA non ancora istituiti. In questo caso, infatti, il tema del contenuto minimo di una iniziativa, affinché la stessa configuri una *strategia* o una *idea*, si pone concretamente. In prima approssimazione, proposizioni di iniziative che contemplino tipologie di asset, tecniche di gestione e disinvestimento, orizzonti temporali e ritorni economici per l'investitore, verosimilmente configurano una *idea*.

Va da sé, poi, che, per quanto appaia una ipotesi più teorica che concreta, la

diffusione di informazioni su di un FIA istituito o da istituire che *non* contempli alcun riferimento alla strategia o all'idea di investimento, ma si limiti ad esempio alla indicazione di nome, durata, natura del fondo e costi connessi, non dovrebbe raggiungere il contenuto minimo prescritto dalla definizione della direttiva.

La diffusione di dati e informazioni su strategia o idea di investimento deve essere volta a *sondare* l'interesse alla sottoscrizione da parte di potenziali investitori. Si evidenzia dunque un chiaro nesso tra propagazione informativa e intento del gestore (o di chi opera per suo conto) ad acquisire consapevolezza circa l'interesse verso lo strumento da parte di potenziali investitori. Non è dunque sufficiente ad integrare pre-commercializzazione la diffusione di dati sulla strategia di un nuovo prodotto se manca l'intento di sondare l'interesse del destinatario della informazione verso il prodotto stesso¹⁷.

Tale elemento può assumere una qualche rilevanza, nella dinamica dell'operatività dei gestori, in particolar modo nel riferimento alle forme di interazioni tipiche che questi hanno con investitori che già partecipano in altri fondi gestiti dal medesimo gestore. Ed invero, tanto il rispetto di obblighi disciplinari che l'assunzione di impegni negoziali, può portare il gestore ad informare gli investitori nei fondi gestiti delle nuove iniziative in fase di ideazione, primariamente allo scopo di segnalare quale potrebbe essere l'impatto di queste ultime sui precedenti investimenti. Si pensi, al riguardo, all'ipotesi di impegni negoziali assunti dal gestore a non promuovere nuovi fondi con strategie analoghe per un certo periodo di tempo: in tali casi l'informativa è volta, per esempio, a delineare la differenza di strategia o il superamento del periodo di blocco. Analogamente, l'informativa potrebbe essere volta a dare conto della sufficienza di risorse interne atte a proficuamente continuare a gestire il precedente FIA, pur a fronte di un incremento dei fondi in gestione; o

¹⁷Allo stesso modo, concettualmente distinto è il fenomeno della distribuzione di informazioni di marketing, a scopo meramente commerciale. Su tali aspetti cfr. MANFROI – BONARDI, *La distribuzione cross-border di OICR nel nuovo framework europeo*, cit., p. 4 ss; vedi anche ESMA, *Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*. Final Report, 27 maggio 2021, adottate ai sensi dell'art. 4.6 del regolamento.

ancora a delineare le eventuali interazioni tra il vecchio fondo e la nuova iniziativa, ad esempio in termini di coinvestimenti ipotizzati e di operazioni tra fondi. In tutte queste ipotesi, genuinamente non si avrebbe pre-commercializzazione, giacché il gestore rilascia informazioni sulla nuova iniziativa nella esclusiva prospettiva del pregresso rapporto con i propri investitori, ed al sol fine di evidenziare gli impatti che la nuova iniziativa potrebbe avere sui pregressi investimenti.

È evidente che si configura un punto di attenzione per l'ipotesi in cui il vecchio investitore – contattato e informato dal gestore in assenza di un intento di sondaggio dell'interesse ad un nuovo investimento – si determini poi – di propria iniziativa – ad effettuare un investimento nel nuovo FIA. La questione che si pone è se in questo caso trovi applicazione la regola per la quale il successivo investimento deve essere effettuato nel contesto di una commercializzazione. Sul piano tecnico la risposta è negativa, giacché l'investitore non è stato attinto inizialmente da una pre-commercializzazione, avendo acquisito in altro contesto e con altre finalità (l'ordinario rapporto tra investitore e gestore) informazioni su una ulteriore iniziativa del gestore del fondo nel quale aveva già investito. Sul piano sostanziale – e in assenza di una precisazione normativa, anche in sede secondaria, che chiarisca il punto (“vecchio” investitore verso “nuovo” investitore) – è evidente che in questo modo si aprirebbe una facile via di fuga rispetto ai principi coltivati dalla disciplina.

Altra tematica vicina a quella sinora prospettata attiene alla gestione di relazioni di lungo periodo tra gestori e specifici investitori, se del caso consacrate in appositi accordi quadro, volti allo sviluppo di una idea di investimento, poi declinata attraverso la istituzione di una pluralità di fondi nell'arco di un determinato lasso temporale. Va da sé che la condivisione di un progetto per lo sviluppo di una strategia o di una idea di investimento vedrà nella prima iniziativa l'applicazione, se del caso, delle regole sulla pre-commercializzazione (salvo ovviamente che non sia genuinamente l'investitore ad aver sollecitato il gestore a vagliare una certa formula operativa). Le successive iniziative, laddove attuative della stessa strategia o idea

originaria e che si qualificano come momento applicativo del medesimo accordo quadro, non dovrebbero, per contro, ricadere (nel riferimento al rapporto tra quel gestore e quel potenziale investitore) tra le situazioni catturate dalla definizione di pre-commercializzazione.

3. La nuova disciplina europea, introducendo una nozione riferita ad una area di operatività in precedenza non regolata, per lo meno in modo armonizzato, finisce per ridisegnare i confini di figure contigue quali la commercializzazione e la *reverse solicitation*.

Il rapporto tra pre-commercializzazione e commercializzazione dovrebbe essere ordinato intorno al diverso intento che anima chi svolge tali attività: in un caso, infatti, l'obiettivo è confinato al sondaggio dell'interesse alla sottoscrizione, nell'altro si configura un più pronunciato intento negoziale¹⁸. In concreto, attesa anche la difficile demarcazione al margine tra tali intenti (considerata anche la circostanza che la direttiva colloca nella pre-commercializzazione anche il caso di FIA già istituiti, dove dunque tecnicamente sarebbe ben possibile offrire quote o azioni), la linea di distinzione appare più precipuamente affidata al dato esteriore e formale della quantità e qualità delle informazioni messe a disposizione del potenziale investitore. Se l'offerta – pur in assenza di una espressa nozione rilevante – comunque presuppone che l'oblatore riceva informazioni atte a consentirgli di assumere un impegno di sottoscrizione, la pre-commercializzazione è preclusa laddove le informazioni presentate ai potenziali investitori professionali: a) sono sufficienti a consentire a costoro di impegnarsi ad acquisire quote o azioni di un particolare FIA; b) equivalgono a moduli di sottoscrizione o a documenti analoghi, sia in forma di progetto – e dunque, in un testo programmaticamente volto ad essere potenzial-

¹⁸Secondo l'art. 4, par. 1, lett. x, della AIFMD, «commercializzare», significa offrire o collocare direttamente o indirettamente, su iniziativa del GEFIA o per conto del GEFIA, quote o azioni di un FIA, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o con una sede legale nell'Unione;

mente ulteriormente integrato o modificato – che in versione finale; o c) equivalgono agli atti costitutivi, al prospetto o a documenti di offerta di un FIA non ancora istituito in versione finale (art. 30-bis, par. 1, AIFMD)¹⁹.

Ora, al di là di ogni considerazione sulla potenziale variabilità interpretativa che può discendere dal ricorso a clausole generali, quali la *sufficienza* o la *equivalenza* – fenomeno per vero costante nella regolazione europea, con quanto ne discende in punto di perdurante frammentazione del regime applicabile nelle diverse giurisdizioni, specie in assenza di una omogeneizzazione per via di *guidelines* o altri strumenti di *soft law* – il punto da rimarcare attiene alla logica di fondo dell'intervento normativo. Esso appare ispirato dalla volontà di creare comunque una netta separazione di regime collegata al tipo di informazioni fornite, con la conseguenza che non basterebbe sostenere di avere un mero intento di sondaggio nel caso in cui si fornissero al potenziale investitore informazioni tali da consentirgli comunque di poter prendere una decisione di investimento.

Altro aspetto di confine da meglio precisare attiene alle interazioni possibili tra pre-commercializzazione e *reverse solicitation*. Già si è segnalato come l'opzione normativa di affrontare espressamente l'armonizzazione e la definizione di tale pratica di cd. commercializzazione passiva²⁰ non sia stata al momento²¹ sposata dal legislatore europeo. Ciò non toglie, ed anzi rende più rilevante, delineare il raccordo

¹⁹Come introdotto dall'art. 2.2 della direttiva. La disciplina europea ulteriormente precisa che “[s]e sono forniti un progetto di prospetto o i documenti di offerta, essi non contengono informazioni sufficienti per consentire agli investitori di prendere una decisione di investimento e indicano chiaramente che: a) non costituiscono un'offerta o un invito a sottoscrivere quote o azioni di un FIA; e b) non si dovrebbe fare affidamento sulle informazioni ivi presentate, dal momento che non sono complete e potrebbero essere soggette a modifiche”.

²⁰Come noto, il considerando n. 70 della AIFMD esclude che la direttiva medesima pregiudichi la situazione attuale, in cui un investitore professionale stabilito nell'Unione può investire in FIA di propria iniziativa, a prescindere da dove sia stabilito il GEFIA e/o il FIA.

²¹Ai sensi dell'art. 18 del Regolamento 2019/1156, entro il 2 agosto 2021 la Commissione, sulla base di una consultazione con le autorità competenti, con l'ESMA e con altre parti interessate, avrebbe dovuto presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sulla *reverse solicitation* e la domanda su iniziativa propria di un investitore, specificando l'entità di tale forma di sottoscrizione di fondi, la distribuzione geografica, anche nei paesi terzi, e le sue incidenze sul regime del passaporto.

possibile tra la nuova disposizione definitoria in tema di pre-marketing e l'iniziativa di investimento autonomamente assunta da un investitore.

Il primo corno di analisi attiene alla possibile relazione tra *reverse solicitation* e successiva pre-commercializzazione, e ciò in una logica nella quale si inquadri nell'ambito del primo fenomeno ogni situazione che veda l'investitore genuinamente attivare di iniziativa il gestore (non solo nell'investimento in una quota o azione di un FIA, ma anche) nella valutazione di una potenziale idea di investimento o di strategia che potrebbe sfociare nella istituzione di un fondo. Il fenomeno considerato descrive, dunque, una dinamica relazionale tra potenziale investitore e gestore nella quale, progressivamente: (i) un potenziale investitore attiva il gestore sondando l'interesse di questi a valutare una strategia gestionale o una idea di investimento (rappresentando al contempo una disponibilità più o meno ferma ad investire in un progetto conforme o analogo a quello prospettato); (ii) il gestore valuta internamente la strategia o idea proposta e, anche se del caso modificandola o integrandola, la fa propria; (iii) su queste basi attiva una pre-commercializzazione nei confronti di soggetti terzi, onde sondare un interesse del mercato nei confronti dell'iniziativa. In questa ipotesi, e qualora l'idea di strategia o di FIA portata in pre-commercializzazione sia conforme a quella inizialmente prospettata dal primo potenziale investitore al gestore, la posizione di questi andrebbe considerata distintamente rispetto a quelle degli ulteriori soggetti contattati in sede di pre-commercializzazione, in particolar modo per quanto attiene alla possibilità di sottoscrivere l'investimento al di fuori di una commercializzazione in senso tecnico. E ciò in considerazione della circostanza che è l'iniziale potenziale investitore ad aver dato avvio – mediante *reverse solicitation* – all'intero processo sopra descritto, poi scaturito in una pre-commercializzazione.

L'ipotesi inversa rispetto a quella sinora considerata contempla il caso in cui ad una pre-commercializzazione faccia seguito una *reverse solicitation*. In termini generali, pre-commercializzazione e *reverse solicitation* poggiano su presupposti di-

versi, in particolare in ragione del contegno osservato in sede di avvio del contatto (visto nella prospettiva del gestore, rispettivamente attivo o passivo), e dunque, in astratto, ben potrebbero coesistere. Il tema, tuttavia, presenta aspetti di complessità e merita di essere inquadrato nel contesto della più generale tematica del rapporto tra pre-commercializzazione e successiva sottoscrizione.

4. Come già anticipato, la nuova disciplina europea pone in capo ai GEFIA UE per un verso l'obbligo di assicurare che gli investitori non acquisiscano quote o azioni in un FIA attraverso la pre-commercializzazione, e per un altro, che gli *investitori contattati* nel contesto della pre-commercializzazione possano acquisire quote o azioni di tale FIA solo tramite una commercializzazione consentita ai sensi dell'articolo 31 o 32 dell'AIFMD.

A tali previsioni si aggiunge l'ulteriore prescrizione che, in una chiara prospettiva di tutela da eventuali approcci elusivi da parte dei gestori, precisa che “[e]ventuali sottoscrizioni da parte di investitori professionali, entro 18 mesi da quando il GEFIA UE ha iniziato la pre-commercializzazione, di quote o azioni di un FIA indicato nelle informazioni fornite nel contesto della pre-commercializzazione o di un FIA istituito a seguito della pre-commercializzazione sono considerate il risultato della commercializzazione e sono oggetto delle procedure di notifica applicabili di cui agli articoli 31 e 32” (cfr. art. 30-bis, par. 2, AIFMD)²².

Il complessivo assetto che discende dalle previsioni normative ora menzionate è chiaro nell'intento che si prefigge di conseguire, indirizzando le sottoscrizioni *conseguenti, derivanti o comunque collegate* alla attività di pre-marketing entro un percorso che vede nella commercializzazione in senso tecnico e nei presidi procedurali e di controllo connessi il naturale sbocco.

²² Come introdotto dall'art. 2.2 della direttiva.

La formulazione dell'art. 30-bis, par. 2, come è stato rilevato²³, presenta ambiguità in merito al proprio ambito applicativo. L'idea che essa introduca una presunzione assoluta e generale ("ogni e qualunque sottoscrizione") risulta poco convincente sul piano sistematico in quanto rischierebbe di sciogliere il legame fra la pre-commercializzazione e l'ambito territoriale e soggettivo in cui la relativa attività è posta in essere, andando quasi a sancire che la scelta di procedere con la pre-commercializzazione costituisca per il gestore una decisione definitiva rispetto a qualsivoglia relazione si dovesse successivamente attivare tra questi e i suoi interlocutori (ovunque stabiliti sul territorio dell'Unione).

Proprio per questo motivo un primo approdo ragionevole circoscrive il rapporto tra pre-commercializzazione e successive sottoscrizioni attinto dalla regola dell'art. 30-bis, par. 2, alle sole giurisdizioni nelle quali il pre-marketing è stata concretamente speso; in questo senso si stanno orientando varie giurisdizioni²⁴.

La formulazione normativa in parola non è tale, tuttavia, da precludere in principio che, in aggiunta al criterio territoriale, possano essere valorizzate situazioni nelle quali soggetti non sondati in fase di pre-commercializzazione possano essere considerati sottratti all'applicazione del regime *de quo*. Si sono già segnalati sopra i casi del "vecchio" investitore, così come quello dell'iniziale operatore che ha avviato di propria iniziativa un contatto prima dell'avvio della pre-commercializzazione e che, per mere ragioni temporali, ha sottoscritto dopo che quest'ultima era stata condotta. L'impostazione propugnata mira a temperare la *ratio* di tutela da abusi con un principio di non aggravamento delle situazioni operative, in contesti in cui particolarmente contenuto è il rischio di elusione della nor-

²³ Cfr., ELLIS - MAJ - WALTERS, *The cross-border marketing rules and alternative Investment Funds*, cit.; BOUHARATI – FERREY, <https://www.dlapiper.com/pt/global/insights/publications/2021/04/cross-border-distribution-ready-for-the-next-step>.

²⁴ Si vedano, ad esempio, i *format* delle lettere di notifica della attività di pre-commercializzazione predisposti dalla CSSF (<https://www.cssf.lu/en/pre-marketing-by-aifms/>); dalla MFSA (<https://www.mfsa.mt/wp-content/uploads/2021/11/Pre-Marketing-Notification-Form.docx>); dalla AFM (https://www.afm.nl/~/_/profmedia/files/doelgroepen/aifm/notification-of-intention-to-pre-market-aif.docx?la=nl-NL); dalla FMA (<https://www.fma-li.li/files/fma/fma-formular-notification-letter-pre-marketing.docx>).

mativa sulla commercializzazione.

Ciò detto in via generale, la fase applicativa delle disposizioni in parola può presentare ulteriori elementi di complessità nella esatta identificazione delle regole riferibili a specifici momenti della concreta dinamica relazionale tra gestori e investitori potenziali.

Volendo rimanere sui profili di maggiore rilevanza che potrebbero configurarsi sul punto, un primo aspetto cui prestare attenzione attiene all'ipotesi dell'intervento di modifiche sostanziali delle caratteristiche del FIA o dell'idea illustrate in sede di pre-marketing e di come tali intervenute modifiche impattino sulla applicazione delle regole di successiva sottoscrizione tramite commercializzazione cui si è appena fatto cenno.

Nella prassi operativa, infatti, è piuttosto frequente che alla fase del sondaggio di una idea di prodotto di investimento segua il rilascio da parte dei soggetti contattati di una serie di proposte di revisione, integrazione e arricchimento, poi considerate dal gestore in vista della definitiva approvazione del prodotto che, una volta istituito, sarà offerto in sottoscrizione. Si è in presenza di un fenomeno che, tipicamente, vede la attivazione di un fascio di interazioni bilaterali tra gestore e singoli potenziali investitori cui consegue da parte del gestore la definitiva istituzione di un FIA che presenta diverse alterazioni rispetto all'iniziale progetto per effetto proprio delle plurime contemporanee interazioni tra il gestore e i diversi investitori.

Va da sé che limitate e non sostanziali variazioni del FIA definitivamente istituito e/o commercializzato rispetto all'idea o al FIA illustrato in sede di pre-marketing non altererebbero la logica e la *ratio* sottesa alla previsione della necessaria sottoscrizione nel contesto di una formale commercializzazione. Diverso è il caso nel quale le modifiche e le alterazioni avessero natura sostanziale, tali da far ritenere che, nella prospettiva di un investitore, il FIA definitivamente istituito e/o commercializzato è *cosa diversa* rispetto al prodotto illustrato in sede di pre-commercializzazione. La proposta di direttiva valorizzava questo profilo, nella misu-

ra in cui introduceva il concetto delle *caratteristiche analoghe*²⁵. Tale parametro può ancora costituire un elemento di riferimento cui ancorare la soluzione della disciplina applicabile nei casi dubbi. Va da sé che un punto rilevante diventa identificare quando possa ritenersi che un FIA abbia *caratteristiche analoghe*: a tal riguardo, variazioni decisive per quanto concerne ad esempio il rapporto rischio rendimento (si pensi al cambiamento sostanziale delle asset class oggetto di investimento, alla introduzione della possibilità di erogare finanziamenti), potrebbero essere considerate idonee ad alterare il collegamento necessario tra FIA presentato in sede di pre-marketing e FIA commercializzato. Allo stesso modo, volendo trarre un possibile spunto dal segmento del comparto immobiliare, una idea di investimento dedicata in origine al comparto residenziale, ma che successivamente si concentri – in modo esclusivo – su altro ambito, ad esempio su iniziative di sviluppo nel settore uffici, perderebbe la connessione con l’originaria idea, con quanto ne consegue ai fini della disciplina in discorso. In questa stessa logica si pone la relazione tra pre-commercializzazione cui faccia seguito una *reverse solicitation* laddove l’investitore, preso atto delle iniziali indicazioni del gestore, proponga al gestore stesso di modificare, integrare, in modo sostanziale, l’iniziale impostazione, di modo che la stessa struttura del FIA venga alterata in misura rilevante.

Un altro tema sollevato dalla disciplina della successiva sottoscrizione da parte dei soggetti contattati in sede di pre-marketing riguarda l’estensione soggettiva della disposizione ad *entità ulteriori rispetto* ai soggetti sondati. Il fenomeno considerato è quello relativo alla rilevanza della diffusione verso terzi delle informazioni

²⁵In particolare, il considerando n. 11 della proposta di direttiva precisava che “se a seguito dell’attività di pre-commercializzazione il GEFIA offre in sottoscrizione quote o azioni di un FIA con *caratteristiche analoghe* all’idea di investimento oggetto di pre-commercializzazione, dovrebbero essere rispettate le opportune procedure di notifica delle attività di commercializzazione e il GEFIA non dovrebbe avere la possibilità di invocare la sollecitazione dell’investitore”. Il considerando n. 10 della direttiva, nella misura in cui fa ora riferimento alla sottoscrizioni di “quote o azioni del FIA di cui si fa riferimento nelle informazioni fornite nel contesto della pre-commercializzazione, o di un FIA istituito a seguito della pre-commercializzazione” non appare, in concreto, mutare la impostazione della proposta *in parte qua*, atteso che parrebbe poco convincente sul piano della *ratio* complessiva ritenere che la disciplina si applichi all’offerta di qualsivoglia FIA istituito a seguito di una pre-commercializzazione.

ricevute dal primo soggetto contattato, effettuata “non per conto” del gestore e neppure con l’obiettivo di sondare un qualsivoglia interesse del soggetto ulteriormente interessato, cui poi consegua una autonoma e spontanea attivazione da parte di quest’ultimo (ovviamente, sempre assumendo una occasionalità del fenomeno osservato e l’assenza di qualsivoglia predefinita regola di interazione tra gestore – primo soggetto contattato – soggetto successivamente interessato, così come di una pregressa relazione tra il primo contattato e il successivo che possa configurare la creazione di un flusso *indiretto* delle informazioni originate dal gestore)²⁶. Va da sé che nella ordinarietà dei casi la trasmissione di informazioni dal gestore al primo soggetto contattato potrà essere accompagnata da un impegno da parte di quest’ultimo a non diffondere ulteriormente le informazioni ricevute, ma tale circostanza potrebbe non essere in concreto adottata o l’impegno essere violato. In questi casi, pur nella difficoltà di individuare e documentare esattamente sul piano fattuale la ricorrenza dei diversi presupposti sopra menzionati, la posizione del soggetto terzo rispetto all’investitore sondato in sede di pre-marketing, in specie laddove tale soggetto terzo sia stabilito in giurisdizione nella quale non vi è stata pre-commercializzazione, apparirebbe come estranea al fisiologico campo di applicazione della disposizione sulla pre-commercializzazione²⁷.

5. La disciplina in tema di pre-commercializzazione considera tanto il caso dell’attività direttamente svolta da parte del GEFIA UE, quanto quella posta in essere *per suo conto* da parte di altri soggetti, precisando che questi ultimi sono soggetti alle stesse regole previste per la pre-commercializzazione da parte del gestore.

²⁶ Ai fini della presente analisi, non rileva interrogarsi sul fatto se il primo soggetto contattato che diffonde informazioni verso terzi operi o meno secondo modalità puramente occasionali, il punto di sostanza essendo che non agisce “per conto” del gestore.

²⁷ Diverso sembrerebbe il caso del sondaggio effettuato dal gestore verso altro gestore, nella iniziale prospettiva di investimento di uno specifico fondo da quest’ultimo gestito. La circostanza che, successivamente al sondaggio, l’investimento venga in concreto realizzato da parte di un diverso fondo (sempre in gestione da parte del gestore sondato) non altera la rilevanza del primo sondaggio, atteso che in ogni caso la pre-commercializzazione aveva riguardato un soggetto che professionalmente opera non in proprio ma quale gestore.

Sul piano funzionale, l'estensione anche all'operare per conto tende a cogliere l'unitarietà del fenomeno che si intende sottoporre a regolamentazione, anche raccogliendo un evidente dato emergente dalla prassi operativa, pena la facile elusione della disciplina in parola²⁸.

In questa medesima prospettiva, non rileva né la circostanza che l'intervento abbia veste occasionale, né che non poggi su di un incarico documentalmente formalizzato, o ancora che non presenti caratteri di onerosità, giacché il punto di attenzione è concentrato sulla trasmissione informativa di dati relativi ad una idea di investimento verso potenziali investitori con l'obiettivo di sondarne l'interesse all'investimento. Ciò che rileva è esclusivamente che l'attività posta in essere dal soggetto terzo sia *operata per conto* del GEFIA UE. Si situa dunque al di fuori della fattispecie considerata la attività di sondaggio svolta da un soggetto esclusivamente in proprio e dunque scollegata da una preventiva o programmata relazione con un GEFIA.

La direttiva prevede espressamente che un soggetto terzo possa svolgere per conto di un gestore l'attività di pre-commercializzazione *solo se* tale terzo è autorizzato come impresa di investimento, come ente creditizio, come società di gestione di OICVM o di GEFIA, o se agisce come agente collegato ai sensi delle rispettive discipline comunitarie di riferimento, prevedendo che a detto soggetto terzo si applichino le disposizioni previste per la pre-commercializzazione.

La previsione ora menzionata introduce una nuova riserva di attività per lo svolgimento dell'operatività in parola, costituendo ulteriore tappa di un processo regolamentare che tende ad espandere progressivamente le aree dell'agire in campo finanziario coperte da limitazioni soggettive. Tale impianto potrà impattare in

²⁸Non rientra nel campo applicativo della previsione in discorso il caso nel quale il gestore al fine di organizzare e svolgere in proprio e direttamente l'attività di pre-commercializzazione si avvalga di un soggetto terzo, senza che quest'ultimo svolga alcun tipo di attività a rilevanza esterna verso potenziali investitori. Per contro, lo svolgimento di attività a rilevanza esterna verso i potenziali investitori per conto del gestore assume rilevanza in questa sede, indipendentemente dalla circostanza che, sul piano tecnico, il rapporto tra gestore e terzo sia costruito in termini di esternalizzazione di funzione.

maniera consistente sulla attuale prassi operativa che sovente vede l'affiancamento dei gestori a società di consulenza di varia estrazione, ma non regolamentate, impegnate in attività genericamente configurate come di segnalazione di pregi o assistenza al gestore nelle interazioni di questi con potenziali investitori.

La riserva a favore dei soggetti menzionati riguarda lo svolgimento di attività di pre-commercializzazione da parte di un *terzo* rispetto al GEFIA UE. La direttiva non chiarisce se nel concetto di terzo rientrino anche soggetti facenti parte del gruppo del GEFIA, ovvero se all'interno del medesimo gruppo tale operatività possa essere condotta in assenza di licenza.

6. La disciplina europea introduce obblighi di comunicazione del GEFIA UE verso le autorità competenti dello Stato membro di origine in merito alle attività di pre-commercializzazione. Nello specifico viene richiesta la trasmissione di una *lettera informale*, che indica “gli Stati membri in cui e i periodi durante i quali ha luogo o ha avuto luogo la pre-commercializzazione, contiene una breve descrizione della pre-commercializzazione, comprese le informazioni sulle strategie di investimento presentate e, se del caso, un elenco dei FIA e dei comparti di FIA che sono o sono stati oggetto di pre-commercializzazione” (cfr. art. 30-bis, par. 2, AIFMD)²⁹.

Tale obbligo è posto funzionalmente in connessione tanto con lo svolgimento della specifica attività di pre-commercializzazione³⁰, che con la vigilanza sulla fase di commercializzazione vera e propria e sui connessi adempimenti regolamentari.

I gestori sono richiesti di garantire una adeguata documentazione della attività di pre-commercializzazione, aspetto quest'ultimo che si porrebbe in ogni caso

²⁹Come introdotto dall'art. 2.2 della direttiva.

³⁰In questa prospettiva, rilevano le previsioni della direttiva, in base alle quali “[l]e autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA UE informano prontamente le autorità competenti degli Stati membri in cui il GEFIA UE effettua o ha effettuato la pre-commercializzazione. Le autorità competenti dello Stato membro in cui ha luogo o ha avuto luogo la pre-commercializzazione possono chiedere alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA UE di fornire ulteriori informazioni sulla pre-commercializzazione che ha luogo o ha avuto luogo sul loro territorio” (cfr. art. 30-bis, par. 2, AIFMD, come introdotto dall'art. 2.2 della direttiva).

come rilevante attività di cautela interna del gestore medesimo, nella prospettiva di testimoniare *ex post* ambito ed estensione della attività posta in essere ed il rispetto degli adempimenti normativi richiesti.

Per quanto la normativa non fissi specifici oneri in capo ai gestori con riguardo alle interazioni con la clientela che *non* assumono la veste di pre-commercializzazione per assenza di uno dei requisiti costitutivi della fattispecie rilevante (*in primis*, per l'assenza dell'intento di sondare un interesse alla sottoscrizione), le medesime esigenze di dare conto *ex post* della assenza di pre-commercializzazione milita a favore della scelta di mantenere traccia documentale delle ragioni per le quali il gestore ha reputato che una determinata interazione con soggetti esterni (siano essi consulenti o potenziali investitori) non avesse valenza nella prospettiva degli interesse tutelati dalle direttiva.

Più in generale, mette conto rilevare come l'assetto della nuova regolamentazione della pre-commercializzazione implicherà per gli operatori una rivisitazione ed un irrobustimento sul piano procedurale interno e delle regole di controllo e monitoraggio delle attività poste in essere nella fase di ideazione e offerta di nuovi prodotti.

E ciò sotto una molteplice angolazione. In fase antecedente all'avvio di qualsivoglia interazione con soggetti terzi, onde verificare se tale contatto ricada o meno nel quadro descritto dalla fattispecie rilevante; nella fase esecutiva, oltre che per l'assolvimento degli obblighi di comunicazione, per il monitoraggio della conformità della effettiva attività a quella comunicata all'autorità; infine, in caso di successiva commercializzazione, per la valutazione circa la connessione tra detta commercializzazione e la precedente fase di interazione con i potenziali investitori.

Sempre in questa prospettiva, vanno menzionate almeno due grandi aree di interazione tra la nuova regolamentazione della fase di confronto con il mercato della ideazione di un prodotto e specifici ambiti di disciplina di settore oltre che aspetti tipici della operatività dei gestori.

Viene in rilievo, sotto il primo profilo, il rapporto con le tematiche in materia di *product governance*³¹. Al riguardo, è evidente che la fase di ingegnerizzazione di un nuovo prodotto non è disgiungibile, in concreto, dalla considerazione della appetibilità potenziale dello stesso da parte dell'ipotetico target di clientela considerato. Tale valutazione può essere condotta avendo riguardo in termini teorici ed astratti alle possibili preferenze di classi di investitori, ovvero può realizzarsi prendendo in considerazione, e dunque testando, desiderata e bisogni di specifici potenziali investitori rientranti nel *cluster* predeterminato dal gestore. Nella misura in cui questa attività è svolta internamente dal gestore, mediante *sondaggio* di investitori (tanto che si tratti di investitori che già hanno investito in altri prodotti istituiti e/o gestiti del gestore, quanto nell'ipotesi in cui si tratti di nuovi potenziali investitori) o affidata a soggetti terzi (che tuttavia a loro volta sondano investitori, e dunque tecnicamente operano *per conto* del gestore) ecco che le interazioni tra i due mondi divengono più rilevanti. Certamente potrebbe sostenersi che il sondaggio a fini di *product governance* non è volto, né finalizzato, a valutare un interesse all'investimento in un prodotto o una idea data, quanto piuttosto ad identificare in modo adeguato e conforme un'idea di prodotto: qualora i soggetti sondati fossero in concreto esclusi dalla sottoscrizione successiva le due aree (*product governance* e pre-commercializzazione) potrebbero considerarsi come afferire a crinali distinti; va da sé, tuttavia, che anche in questo caso residuerebbe una certa qual difficoltà fattuale nel dimostrare *ex post* la genuinità di tale distinzione, donde l'esigenza di fissare uno strutturato processo interno al gestore per documentare obiettivi, finalità e limiti di un sondaggio svolto a meri fini di *product governance*.

In altra prospettiva, si pongono all'attenzione le regole di ingaggio con sog-

³¹Nei confronti dei gestori che svolgono la sola attività di commercializzazione trovano applicazione le regole di condotta di derivazione MiFID II specificamente richiamate dagli articoli 107 e 109 del Regolamento Intermediari della Consob, relative, per i profili qui in rilievo, alle disposizioni sulla *product governance* lato distributore. Va da sé, che in via di prassi, gli assetti procedurali dei gestori contemplano anche la definizione dei processi e degli ambiti operativi della fase di istituzione e ingegnerizzazione dei prodotti, ivi inclusa l'identificazione del *target market*.

getti terzi incaricati di sondare l'interesse verso una determinata ipotesi di investimento. Come è noto, non è inusuale nella prassi operativa che si proceda alla definizione di schemi di interazione e accordi tra gestori e soggetti terzi (prevalentemente non autorizzati allo svolgimento di servizi di investimento) aventi per oggetto la verifica presso potenziali investitori di un interesse nei confronti di una idea progettuale, ancora *in fieri* e non definita, con lo scopo proprio di procedere ad un successivo affinamento, definizione o specificazione della stessa. In questi casi, il gestore non ha ancora identificato una idea progettuale o una politica di investimento; l'iniziativa che lo stesso attiva, anche tramite un soggetto terzo, non si colloca in una fase logicamente propedeutica ad una successiva offerta (giacché al momento non vi è neppure una idea di prodotto), in quanto l'obiettivo coltivato è piuttosto quello, ancora antecedente, di valutare l'esistenza di un potenziale mercato eventualmente aperto a valutare generiche tipologie di prodotti, nonché di raccogliere eventuali *input* dai soggetti sondati, volti ad enucleare successivamente una idea di prodotto. Anche qui la linea di demarcazione con la pre-commercializzazione – che è netta sul piano logico, giacché nell'esempio riportato l'interesse preminente è raccogliere dal mercato *input* per giungere alla definizione di una idea di prodotto, laddove nella commercializzazione l'obiettivo è sondare l'interesse ad investire in una specifica idea progettuale – sul piano delle concretezze diventa molto sottile; donde l'esatta definizione dell'oggetto dell'incarico assegnato al consulente esterno, ed il suo puntuale rispetto in sede di svolgimento dell'incarico, diviene momento qualificante nella definizione della strategia di *compliance* posta in essere dal gestore.

7. Come anticipato, la disciplina nazionale per l'adeguamento della normativa interna alla direttiva e al regolamento rinvia su taluni aspetti ad una regolamentazione secondaria, da adottarsi da parte della Consob, sentita la Banca d'Italia.

Insieme alla definizione di profili meramente procedurali e di ordine³², viene rimessa alla fonte amministrativa la specificazione di ambiti particolarmente rilevanti del complessivo impianto, che possono impattare in maniera decisiva sulla concreta conformazione dell'operatività del mercato e sull'atteggiamento degli operatori in relazione alle attività di pre-commercializzazione.

Il riferimento è specificatamente volto alla previsione che rimette alla autorità domestica di indicare le "fattispecie in presenza delle quali la sottoscrizione da parte di investitori professionali di quote o azioni di un FIA indicato nelle informazioni fornite nel contesto della pre-commercializzazione o istituito a seguito della pre-commercializzazione, è considerata il risultato della commercializzazione svolta dalla Sgr e ad essa si applica l'articolo 43 [del T.U.F.]"³³.

Già si è indicato come lo snodo tra pre-commercializzazione e successiva sottoscrizione si ponga tra gli aspetti meno definiti nella disciplina disegnata a livello europeo, costituendo una delle più rilevanti zone grigie dell'intervento disciplinare. Il diverso apprezzamento della relazione tra tali frazioni operative nelle diverse giurisdizioni potrà all'evidenza riproporre, su nuove basi, le asimmetrie regolamentari osservate in fase di elaborazione dell'intervento comunitario e che si intendeva scongiurare per tal via. Al riguardo, sarebbe stato probabilmente più opportuno assegnare espressamente ad una autorità sovraordinata (e dunque all'ESMA) il potere di adottare apposite *guidelines* sul punto.

Nella situazione attuale, atteso che la nuova disciplina della fase di pre-

³²Si tratta, per un verso, della individuazione dei termini e delle modalità che la Sgr deve osservare per la trasmissione alla Consob della comunicazione (la *lettera informale*, secondo la dizione contenuta nella direttiva), per un altro la individuazione dei soggetti terzi che possono svolgere attività di pre-commercializzazione *per conto* di una Sgr. Invero, in relazione a questo secondo aspetto, lo spazio di intervento della autorità appare di mero ordine. Ed infatti sul punto la direttiva già precisa che tale attività può essere svolta da un soggetto terzo per conto di un GEFIA US *solo se* tale terzo è autorizzato come impresa di investimento, come ente creditizio, come società di gestione di OICVM o di GEFIA, o se agisce come agente collegato ai sensi delle rispettive discipline comunitarie di riferimento. Vedi sul punto anche la *Relazione illustrativa* allo Schema del Decreto di recepimento contenuta nell'Atto del Governo sottoposto ad esame parlamentare n. 267, trasmesso alla presidenza del Senato il 22 luglio 2021, p. 7.

³³Vedi l'art. 42-bis, comma 8, tuf, come introdotto dall'art. 2, comma 1, lett. d, del Decreto di recepimento.

commercializzazione impatta non soltanto sulla distribuzione transfrontaliera, ma anche su quella esclusivamente domestica, un eventuale intervento sul punto, in norma secondaria, molto restrittivo (specie se comparato con più aperti approcci interpretativi o normativi che si dovessero attestare in altre giurisdizioni) avrebbe anche l'effetto di ridurre la competitività del sistema interno. Va dunque ricercata una soluzione il più possibile equilibrata tra esigenze di tutela degli interessi sottesi alla disciplina in parola (e dunque il contrasto a fenomeni elusivi della stessa) e adeguata valorizzazione della dinamica operativa nella fase di gestazione e ideazione di un nuovo prodotto di investimento. Si è dell'avviso che i punti di attenzione con i quali confrontarsi saranno principalmente quelli, ai quali si è fatto riferimento in precedenza, concernenti (i) la rilevanza da ascrivere alla variazione successiva dell'idea di investimento inizialmente sondata e (ii) l'estensione del concetto di risultato della commercializzazione.

Vincenzo Troiano

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

**BIG TECH E MERCATI FINANZIARI:
“SBARCO PACIFICO” O “INVASIONE”? ANALISI DI UN “APPRODO”
CON OFFERTA “À LA CARTE” ***

*(Big Tech and financial markets: "peaceful landing" or "invasion"?
Analysis of a "landing" with an "à la carte" offer)*

ABSTRACT: *A small number of large providers, the so-called Big Tech, plays a significant role in the digital markets (including those offline) thanks to their structure definable as an ecosystem, characterised by a modular system where multi-actor groups collaborate by reason of a contractual relationship or partnership.*

Starting from these premises, this work analyses the services offered and how financial services can consolidate an already existing ecosystem and generate new regulatory issues.

Therefore, this paper tries to identify the most appropriate tools to build an effective “ecosystemic regulation”, able to deal with future developments too.

SOMMARIO 1. L’evoluzione della fisionomia degli operatori finanziari e l’ingresso di operatori non finanziari - 2. I servizi finanziari quale elemento della filiera del valore delle Big Tech. - 3. L’articolazione e la definizione della tipologia di servizi finanziari destinati all’utente. - 4. Tipologia ed articolazione dei servizi finanziari destinati agli operatori commerciali interni ed esterni al marketplace. - 4.1. I servizi finanziari destinati ad operatori commerciali esterni al marketplace. - 5. La tipologia di “servizi” non finanziari destinati ad operatori finanziari. - 6. Qualche riflessione conclusiva.

1. Negli ultimi anni lo sviluppo tecnologico ha profondamente modificato l’assetto e la struttura dei mercati interessando un numero sempre maggiore di settori. Ciò ha dato luogo, come è possibile osservare nei mercati finanziari, a profondi cambiamenti nella fisionomia degli operatori presenti, nell’organizzazione dei servi-

*Contributo approvato dai revisori.

zi nonché nelle aspettative dei consumatori sull'efficacia nell'erogazione dei servizi (facilità di accesso e interfacce intuitive) e continuità di accesso (24 ore su 24 e 7 giorni su 7)¹. Per comprendere questi aspetti il primo elemento sul quale soffermarsi è proprio quello delle tipologie di operatori attualmente presenti nel mercato. Infatti, a seguito dei cambiamenti prodotti dalla tecnologia, si osservano tre diverse tipologie che operano sui mercati finanziari e cioè gli operatori tradizionali, gli operatori c.d. Fintech e quelle che potremmo definire le piattaforme organizzate come un ecosistema². Questi soggetti, le c.d. Big Tech, hanno una struttura modulare e complessa imperniata sulla piattaforma e sulla sua capacità di attrarre altri soggetti, i c.d. *complementors*³, attraverso un intreccio di relazioni ed accordi contrattuali per lo sviluppo di un sistema *multi-actor* o *multi-product* in grado di garantire un'offerta di beni ed un'erogazione di servizi in molteplici e differenti segmenti di mercato e soprattutto funzionale alla creazione di valore⁴. Proprio per queste loro caratteristiche i modelli di *business* di questi soggetti risultano estranei al segmento finanziario anche se offrono un numero crescente di servizi finanziari agli utenti e

¹Per un quadro di tutti i profili interessati da cambiamento si veda in particolare G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in Contr. e impr., 2019, p. 377 ss.

²Per una ricostruzione del termine che consenta di comprenderne l'utilizzo in questa sede si veda in particolare J. MOORE, *Predators and Prey: A New Ecology of Competition*, Harvard Business Review, 1993, p.75 ss; J. WAREHAM, P. FOX, J.L. CANO GINER, *Technology ecosystem governance*, ESADE Working paper n.225, January 2013; M.G. JACOBIDES, A. GAWER, C. CENNAMO, *Towards a theory of ecosystems*, Strategic Management Journal, 2018, p. 2255 ss.; J. RIETVELD, M.A. SCHILLING, C. BELLAVITIS, *Platform strategy: managing ecosystem value through selective promotion of complements*, Organization Science, 2019, p. 1125 ss.

Va ricordato come in realtà il concetto derivi dall'ambito della biologia ed ecologia e sia poi stato mutuato in ambito economico.

In un primo momento questo termine era stato utilizzato in una accezione funzionale a descrivere connessioni fra soggetti nella *Silicon Valley*. Nel caso dei legami fra soggetti nella *Silicon Valley*, diversamente dalle *Big Tech*, non esisteva un soggetto dotato di una posizione di rilievo nel mercato e capace di condizionare la scelta ed il contenuto di accordi funzionali al collegamento o alla dipendenza. In questo senso le piattaforme organizzate come ecosistemi presentano caratteristiche diverse e implicazioni giuridiche maggiori.

³Per un approfondimento di questo termine si veda in particolare H. LI, W. J. KETTINGER, *Building blocks of software platforms: understanding the past to forge the future*, Journ. Ass. Inform. System, 2020

⁴Per un approfondimento sulle caratteristiche strutturali e i rapporti con gli altri operatori presenti e coinvolti nell'ecosistema e nei servizi erogati si vedano in particolare M.G. JACOBIDES, C. CENNAMO, A. GAWER, *Towards a theory of ecosystems*. Strategic Management Journ., 2018, p. 2225 ss.; M.G. JACOBIDES, I. LIANOS, *Ecosystems and competition law in theory and practice*, CLES Research paper series n.1/2021, entrambi rep. su www.ssrn.com.

agli operatori. In particolare questi soggetti, come verrà descritto, hanno determinato e stanno determinando anche un ampliamento delle tipologie di servizi offerti e delle tipologie di clienti. Ciò determina una prima riflessione “sulle specificità delle tecniche operative che nei medesimi vengono utilizzate”⁵ e su un possibile spostamento dei rischi al di fuori del perimetro dei mercati regolati.

A tale considerazione se ne affianca un'altra relativa ai confini tra le categorie menzionate che non appaiono così nette come potrebbero sembrare ed alla definizione stessa degli operatori finanziari come tradizionalmente intesa. Simili valutazioni evidenziano una difficoltà di applicazione di una regolazione delineata “in funzione del soggetto, e delle sue esigenze individualisticamente intese” e la contestuale necessità di interventi basati sempre di più “sull'agire del soggetto disciplinato in funzione dei caratteri e delle esigenze dell'attività oggettivamente considerata”⁶. Del resto già nel 2017 il *Financial Stability Board* rilevava la necessità di una valutazione che tenesse conto dei servizi erogati e della tecnologia utilizzata⁷. In realtà, proprio l'esame delle modalità di azione ed erogazione dei servizi sui mercati finanziari da parte delle piattaforme organizzate come ecosistema, rivela come anche la definizione stessa dell'attività svolta da questi soggetti non sia così semplice da individuare.

Per comprendere meglio questi aspetti e approfondire proprio le caratteristiche delle Big Tech è utile considerare le categorie esistenti di operatori alla luce di una classificazione effettuata dall'*European Banking Authority* (EBA) che individuava 4 differenti tipologie di soggetti presenti nei mercati finanziari e nello specifico: 1) *incumbent institution* 2) *New digital-based institution* 3) *other fintech firms* 4)

⁵L'espressione è di F. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato* in Riv. trim. dir. ec., n.4/2019, p.374.

⁶P. FERRO-LUZZI, *L'impresa*, op. cit., p.21. L'idea dell'attività come categoria giuridica autonoma e non solo in funzione del soggetto che la pone in essere è stata enucleata principalmente da M.S. GIANNINI, *Attività amministrativa*, in Enciclopedia del diritto, III, Giuffrè, Milano, 1960, p.998 ss. e P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 1971, p. 188 ss.

⁷Si veda in particolare Financial Stability Board, *Supervisory and Regulatory Issues that merit Authorities' attention*, 27 June 2017, rep. sul sito www.fsb.org, p.6.

*technology providers and ITC Companies*⁸.

Nella prima tipologia si collocano i soggetti tradizionali che forniscono l'intera gamma dei servizi attraverso una combinazione di reti di filiali fisiche e canali di distribuzione *online*, nella seconda e nella terza, operatori che erogano servizi sfruttando la tecnologia compresi quelli che offrono soluzioni innovative ad operatori già esistenti anche in assenza di una licenza specifica sfruttando accordi con operatori che la possiedono. La peculiarità dei soggetti appartenenti a queste due categorie è quella di fornire servizi e prodotti finanziari sfruttando strumenti nuovi in quanto provenienti dall'ambito tecnologico e differenti da quelli fino a quel momento utilizzati comprese le applicazioni *mobile*⁹.

Si tratta di operatori che non agiscono sempre in modo autonomo sui mercati ma presentano sempre più spesso legami e forme di collaborazione anche con i c.d. operatori tradizionali. Ciò avviene alla luce di un processo di frammentazione della catena del valore¹⁰, tipico dell'economia digitale, in più segmenti che determi-

⁸Si veda il documento EBA, *Report on the impact of Fintech on incumbent credit institutions' business models*, 3 luglio 2018, p.13 rep. sul sito www.eba.europa.eu. Nel documento si precisa come la prima categoria sia rappresentata dagli operatori tradizionali, nella seconda soggetti muniti di licenza che si concentrano sull'erogazione dei servizi in modo innovativo compreso il ricorso ad applicazione mobili, nella terza tutte quelle imprese, perlopiù start up che offrono soluzioni di innovazione finanziaria abilitate dalla tecnologia ma prive di una licenza bancaria, di pagamento o di *e-money* ed infine nella quarta le aziende che forniscono supporto tecnologico in termini di applicazioni *software* e/o *hardware*.

⁹Sull'ampio utilizzo del termine Fintech che ha reso sempre più difficile definirne i confini si vedano in particolare D. ARNER, J. BARBERIS, R. BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, ottobre 2015 University of Hong Kong, Faculty of Law, Research Paper no. 2015/047M.T. PARACAMPO, *Fintech, evoluzioni tecnologiche e sfide per il settore bancario tra prospettive di cambiamento ed interventi regolamentari. Fenomenologia di un processo in fieri*, in ID., *Fintech*, secondo volume, Giappichelli, Torino, 2019, p. 1 ss.; R. LENER, *Tecnologia e attività finanziaria*, in Riv. Trim. Dir. Ec., n.3/2019, rep. sul sito www.fondazioneacapriglione.luiss.it e H. KNEWTSON, Z. ROSENBAUM, *Toward understanding Fintech and its industry*, 2020, rep. sul sito www.ssrn.com.

¹⁰Come sottolineato da Sepe la frammentazione riguarda la prestazione stessa che “nell'economia digitale in molti casi si realizza e si inserisce nel processo produttivo attraverso modalità e canali informati di cui solo pochi eletti esperti conoscono e comprendono l'effettivo funzionamento”. M. SEPE, *Prestazione frazionata e regole del rapporto fra imprese*, in *Mercati regolamentati e nuove filiere di valore*, Giappichelli, Torino, 2021, p.233 ss.

Sulla disintermediazione finanziaria si vedano anche G. PITRUZZELLA, *FinTech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario, creditizio, assicurativo*, in *Bancaria*, 2018, n. 6, 23 ss e F. CIRAIOLO, *Open banking, open problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei sistemi bancari aperti*, in *Diritto Bancario*, 2020, IV, p. 611 ss. rep. sul sito www.dirittobancario.it.

na una scomposizione dell'attività le cui diverse "parti" (prodotti e/o servizi) possono essere realizzate anche da soggetti diversi (non necessariamente vigilati) ad es. attraverso forme di *outsourcing* e *partnership* tra operatori Fintech e tradizionali¹¹. La *ratio* di simili interconnessioni risiede nella necessità di rispondere alle aspettative di sempre maggiore digitalizzazione dei servizi da parte dei clienti¹² ed alle pressioni concorrenziali esercitate da tutti gli operatori che già le utilizzano. In questo modo gli operatori storici forniscono ai soggetti Fintech risorse e competenze bancarie e questi ultimi consentono loro di sfruttare le potenzialità tecnologiche per l'offerta dei servizi senza dover essi stessi effettuare gli investimenti necessari. Un simile processo come evidenziato nella Strategia in materia di finanza digitale apre nuove sfide e nuovi rischi visto che nel processo di frammentazione e riaggregazione si inseriscono anche "fornitori di servizi digitali interconnessi che in parte non rientrano nell'ambito di applicazione della normativa e della vigilanza finanziaria"¹³. Le catene del valore diventano così molto più complesse sia per la loro maggiore articolazione sia per la possibile presenza di regole di vigilanza diverse per i soggetti partecipanti¹⁴. Questo quadro appare ancor più complesso quando si considerano le piattaforme dotate di un ecosistema che consente l'erogazione di molteplici servizi contestualmente e nelle quali si osserva un complesso intreccio di attività caratterizzate da sinergie interne fra servizi commerciali e finanziari nonché con altri operatori delle diverse tipologie descritte.

¹¹Si tratta di fenomeni che si esplicano in diverso modo anche con esternalizzazioni di parti del servizio come ad es. nel credit scoring. Sul punto in particolare A. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in V. FALCE, G. FINOCCHIARO, *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Zanichelli, Torino, 2019, p.205 ss.; L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring alla prova dell'intelligenza artificiale*, 2021, rep. sul sito www.associazioneadde.it.

¹²Sulla partnership e le sue implicazioni si vedano sia il documento del Financial Stability Board (FSB), *Report on Fintech and market structure in financial services*, 2019, rep. sul sito www.fsb.org che quello dell'EBA, EBA/GL/2019/02 del 25 febbraio 2019, Orientamenti in materia di esternalizzazione, rep. sul sito dell'Autorità. Le criticità di un simile processo vengono evidenziate dal documento dell'Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), *30 Recommendations on regulation, innovation and finance*, Final Report, december, 2019.

¹³Si tratta della Comunicazione della Commissione del 24 settembre 2020 relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, COM(2020)591, p.6.

¹⁴Sul punto in particolare M. SEPE, op. cit.

Ciò significa che, anche la distinzione, pur esistente fra operatori “nativi finanziari” e non, a seconda che si tratti di soggetti nati per operare in ambito finanziario o con un modello di *business* diverso, appare riduttiva e non capace di fotografare pienamente la realtà esistente.

Proprio un modello di *business*, estraneo al settore finanziario, caratterizza l'ultima categoria di operatori, i *technology providers* e le *ITC Companies*, nella quale si collocano le Big Tech. Già questa differenziazione risulta degna di attenzione in quanto il modello di *business* utilizzato ha permesso a questi soggetti di acquisire una posizione di forza sul mercato. A questo aspetto si aggiunge la necessità di comprendere come venga utilizzato in ambito finanziario e quali siano le implicazioni regolatorie che ne derivano.

2. Le piattaforme per loro natura possono essere definite come soggetti che operano su più versanti di mercato. Esse però presentano configurazioni e modelli di *business* molto diversi a seconda che offrono servizi ad una sola tipologia di utenti (i consumatori) oppure, come avviene in quelle organizzate come ecosistema, su più segmenti di mercato attraverso l'offerta di servizi ad utenti e altri operatori in quanto contestualmente operatore e *marketplace*.

La loro fisionomia e possibilità di espansione in un numero sempre maggiore di segmenti di mercato è determinata dalla capacità di sfruttare alcuni fattori fra i quali in primo luogo la raccolta e l'utilizzo dei dati dei consumatori, c.d. profilazione, che permette loro di personalizzare le offerte, anticipare i desideri e fidelizzare gli utenti. La raccolta avviene attraverso l'interfaccia fra utente e piattaforma ed è basata su una molteplicità di fonti¹⁵ dall'osservazione, alla messa a disposizione di informazioni volontarie (come i *feedback*) all'*internet of things* (basti pensare al ruolo degli assistenti digitali). Lo sfruttamento di quanto acquisito avviene mediante

¹⁵Solo per fare alcuni esempi basti pensare alla raccolta dati attraverso *click e query*, alle ricerche dei consumatori, ai risultati selezionati, al tempo trascorso su una pagina, ai dati di contesto (data, ora e luogo della ricerca), ai *like* e condivisione di *post* sui social media, ai comportamenti degli utenti dopo aver visionato un annuncio pubblicitario.

l'utilizzo di algoritmi¹⁶. In questo modo l'offerta risulta pienamente in linea con le esigenze dell'utente favorendo la sua fidelizzazione e la realizzazione del c.d. effetto rete¹⁷ con progressivo incremento del numero degli utenti che hanno fiducia nella piattaforma come controparte contrattuale. Questa "fiducia digitale" è frutto di un'offerta personalizzata gestita tramite algoritmi e rafforzata dall'introduzione di strumenti di *self-regulation* quali commenti, opinioni e *rating* inerenti il processo di acquisto. Infatti proprio il numero degli utenti e la loro partecipazione "attiva" sono in grado di spingere altri ad utilizzare la piattaforma incrementando così il patrimonio di informazioni disponibili.

Proprio la capacità di questi operatori di garantire un'offerta così delineata e di guidare l'utente fino alla conclusione del processo di acquisto favoriscono la realizzazione di un processo di *lock-in* del consumatore. Infatti l'utente, sotto la guida della piattaforma, è in grado di individuare il bene e concludere l'acquisto, transazione compresa, in modo rapido, efficace e senza mai "abbandonarla". Tutto ciò dà luogo ad un utente soddisfatto e scarsamente motivato ad effettuare altre ricerche per comparare le offerte esistenti.

Allo stesso tempo, seppur per motivi differenti, anche gli operatori si trovano anch'essi in una situazione definibile di *lock-in* seppure collegata ad altri fattori. Infatti, visto il comportamento del consumatore e la difficoltà di risultare concorrenziali con le piattaforme organizzate come ecosistema, si trovano in una vera e pro-

¹⁶E' opportuno ricordare che esistono molte modalità di utilizzo degli algoritmi che variano anche a seconda dei settori nei quali vengono applicati. In questo senso basti ricordare come siano stati utilizzati per il semplice monitoraggio delle informazioni presenti nel mercato (per monitorare i prezzi fissati da altri venditori come rilevato qualche anno fa dalla Commissione, Commission Staff Working Document, *Final report on the E-commerce Sector Inquiry*, 10.05.17, rep. sul sito www.europa.eu) o allo scopo di definire prezzi dinamici alla luce della situazione degli operatori, della loro capacità e dei loro costi come avvenuto nel settore aereo o per collegare profili personali in funzione delle corrispondenze come ad esempio fanno i siti di incontri. Vi è poi la possibilità di un loro utilizzo per attuare classificazioni, fornire suggerimenti personalizzati, prezzi personalizzati e predizioni sulle future preferenze degli utenti come avviene nel caso delle piattaforme organizzate come ecosistemi.

¹⁷Per effetto rete generalmente si intende il fatto che l'aumento del numero degli utenti ha una diretta correlazione con il valore e la qualità del servizio e operatori ed utenti traggono vantaggio reciproco da tale incremento.

pria “necessità” di entrare nel *marketplace* per poter continuare ad operare e sono costretti a farlo alle condizioni stabilite dalla piattaforma.

Ciò determina un rapporto fra le parti non paritario e caratterizzato da una difficoltà di tornare successivamente nel c.d. mercato “esterno”¹⁸ viste le condizioni esistenti. Allo stesso tempo una situazione di questo tipo è in grado di generare anche barriere all’ingresso per chi intende entrare nel mercato.

Infine, proprio quanto descritto, evidenzia anche una maggiore semplicità per la piattaforma di effettuare acquisizioni, qualora ciò sia di interesse per la sua espansione.

Le criticità di un simile assetto alla luce dell’interesse di questi soggetti per i mercati finanziari sono state sottolineate dal *Financial Stability Board* che ha evidenziato come, proprio l’utilizzo dei dati finanziari, possa consolidare ulteriormente la posizione di forza delle Big Tech. Infatti si è affermato come “*In many cases, these companies could also use proprietary customer data generated through other services such as social media to help tailor their offerings to individual customers’ preferences. Combined with strong financial positions and access to low-cost capital, Big Tech firms could achieve scale very quickly in financial services. This would be particularly true where network effects are present, such as in payments and settlements, lending, and potentially in insurance*” e si è riconosciuto come proprio questi soggetti destino maggiori preoccupazioni rispetto agli altri anche perchè “*The competitive impact of Big Tech may be greater than that of FinTech firms. BigTech firms typically have large, established customer networks and enjoy name recognition and trust.*”¹⁹.

Nel considerare queste piattaforme vi è anche un’altra criticità da tenere presente e cioè la capacità di disciplinare tutti gli aspetti di rilievo per il funzionamento del mercato dall’ingresso, al rapporto con l’utente fino all’allocazione del ri-

¹⁸Per un approfondimento di questo punto si consenta il rinvio ad A. CANEPA, *I mercanti dell’era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 79 ss.

¹⁹Si veda FSB, Report *Fintech and market structure in financial services*, cit.

schio della transazione grazie alla progressiva espansione di *marketplace* in grado di mettere in discussione il c.d. mercato “esterno”. In questo senso come sottolineato dalla Commissione “*a small number of large online platforms increasingly determines the parameters for future innovations, consumer choice and competition*”²⁰. Proprio per cercare di intervenire sulle criticità descritte nel dicembre 2020 è stata presentata una proposta di disciplina specifica per queste tipologie di soggetti, il *Digital Markets Act*²¹.

In questa sede però la ricostruzione tratteggiata del modello di *business* e delle modalità di azione di queste piattaforme è funzionale a comprendere quale sia il ruolo dei servizi finanziari nel modello di *business* descritto e se sia in grado di produrre implicazioni ulteriori oltre a quelle appena descritte.

Per valutare questo aspetto ci si soffermerà preliminarmente sulle tipologie di servizi finanziari offerti e sulle modalità di erogazione. In questo modo sarà possibile valutare il meccanismo di accesso in un mercato regolato, il tipo di rapporto (concorrenziale e/o collaborativo) che si genera con gli altri operatori esistenti (tradizionali o Fintech) e l’efficacia di una vigilanza di settore incentrata su parametri (basti pensare a *governance*, tutela dei clienti, antiriciclaggio, ecc.) pensati per un modello di *business* molto diverso da quello dei soggetti in esame.

In realtà, proprio per la varietà ed ampiezza dei servizi offerti, prima di procedere ad un loro esame specifico è necessario cercare di classificarli distinguendoli in macro-categorie in funzione dei destinatari del servizio (utenti o altri operatori) e

²⁰La Commissione Europea nel documento ricorda come a fronte di circa 10000 piattaforme stimate in Europa ve ne siano poche, le c.d. piattaforme organizzate come un ecosistema, in grado di condizionare e ridimensionare le potenzialità di tutte le altre. Si veda il documento *Inception Impact Assessment, Digital Services Act package: ex ante regulatory instrument for large online platforms with significant network effects acting as gatekeepers in the European Union’s internal market*, (2020)2877647, 02/06/2020.

²¹Va ricordato come sui servizi digitali e le implicazioni derivanti dalla presenza delle piattaforme sui mercati sono state recentemente presentate due proposte rispettivamente la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ad un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) che modifica la direttiva 2000/31/CE, COM (2020)825 e della Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati equi e contendibili nel settore digitale (legge sui mercati digitali), COM(2020)842 del 15 dicembre 2020 entrambe rep. sul sito www.eur-lex.europa.eu.

del servizio offerto (finanziario o non finanziario). In questo modo è possibile individuare le seguenti tre categorie: 1) i servizi finanziari destinati all'utente 2) i servizi finanziari destinati ad operatori commerciali (interni e/o esterni al *marketplace*) 3) i servizi non finanziari destinati ad operatori finanziari.

3. I servizi finanziari destinati all'utente ed in particolare quelli di pagamento ed accesso al credito assumono una rilevanza specifica nel modello di *business* delle Big Tech. Infatti, la loro erogazione non rappresenta una semplice espansione in un altro segmento di mercato ma una strategia collegata proprio alla rilevanza che questi servizi e i dati finanziari che ne derivano possono avere per completare il profilo dell'utente e per rafforzarne il c.d. *lock-in*. Infatti l'utente può essere guidato dalla piattaforma dal momento della ricerca, alla scelta fino alla conclusione dell'acquisto ed al relativo pagamento. Tutto ciò avviene senza bisogno che il consumatore si rivolga ad altri operatori. Inoltre, proprio i dati sulle transazioni appaiono molto utili per integrare e completare la profilazione rafforzando così la loro fidelizzazione.

Una conferma di queste finalità si evince proprio dalle tipologie di servizi o soluzioni erogate e dirette a garantire, oltre agli elementi appena delineati, anche un contatto frequente e visibilità con il cliente.

Nello specifico se osserviamo i servizi attualmente offerti da questi operatori agli utenti è possibile suddividerli in tre categorie: 1) quelli funzionali alle conclusioni di transazioni dirette all'acquisto di beni o servizi (come metodi di pagamento o *gateway*) 2) quelli funzionali ad avere la disponibilità economica per effettuare acquisti di beni e servizi offerti dalla piattaforma (in particolare l'accesso al credito) 3) quelli che consentono la gestione delle disponibilità finanziarie (per es. *app* di gestione delle finanze personali).

Quest'ultima è l'unica fra le tre categorie citate che può avere anche finalità ulteriori rispetto a quelle di sostegno all'acquisto di beni e servizi. In realtà, come

sarà evidenziato la situazione appare molto più complessa di come potrebbe apparire sotto diversi punti di vista per le modalità di offerta e la differenziazione geografica (in particolare per quanto concerne i paesi in via di sviluppo²²) e per la rilevanza del contesto socio-economico e regolamentare di riferimento. I fattori appena richiamati determinano tipologia e fisionomia del servizio offerto e sono tra loro così strettamente interconnessi che risulta difficile esaminarli separatamente.

In particolare si osservano differenti modalità attualmente utilizzate dalle Big Tech per fornire servizi finanziari enucleabili in 3 modelli: 1) azione in parallelo grazie allo sfruttamento dell'innovazione tecnologica da parte delle Big Tech per erogare servizi nuovi (ad es. *e-wallet*) 2) *partnership* con operatori tradizionali per l'erogazione dei servizi (di pagamento ma non solo) 3) acquisizione di operatori esistenti (per es. in ambito assicurativo).

Le modalità menzionate non risultano alternative ma coesistono. Da ciò derivano criticità regolatorie di tipo "complessivo", generate proprio dallo svolgimento contestuale di queste attività, e dalle specificità di ciascuna di esse.

Se consideriamo i servizi innovativi proprio questa loro caratteristica può determinare una difficoltà di inquadramento secondo le definizioni normative esistenti. In questo senso, pur trattandosi di un segmento di mercato completamente diverso, basti pensare a quanto avvenuto nel caso del servizio Uberpop erogato dalla piattaforma Uber ed all'intervento della Corte di Giustizia al fine di interpretare la normativa vigente e la sua applicabilità ad una piattaforma che offriva un servizio dalle caratteristiche nuove²³. In entrambi i casi vi è una stretta connessione tra de-

²²La differenziazione riguarda anche le tipologie di servizi con una gamma più ampia offerta nei paesi in via di sviluppo alla luce di un quadro regolamentare più favorevole e di una minore diffusione dei servizi tradizionali nelle diverse fasce di popolazione. Sul punto si veda in particolare Financial Stability Board, *Big Tech Firm in Finance in Emerging Market and Developing Economies*, october 2020, rep. sul sito www.fsb.org.

²³Si veda la sentenza della Corte di Giustizia europea sentenza del 20 dicembre 2017, *Asociacion Profesional Elite Taxi v. Uber System Spain SL*, causa C-434/15, rep. sul sito www.curia.eu. Per un commento in dottrina fra gli altri si vedano R. ALLENDESALAZAR, *Quo vadis Eu law on e-platform?*, e-competitions, National Competition Laws Bulletin, october 2017; L. AMMANNATI, *Diritto alla mobilità e trasporto sostenibile. Intermodalità e digitalizzazione nel quadro di una politica comune dei trasporti*, 14 febbraio 2018 e D. TEGA, *La Corte di Giustizia qualifica i servizi*

finizione del servizio e conseguente applicabilità del regime di licenza per la sua erogazione.

Proprio l'aspetto dell'accesso al mercato e delle autorizzazioni in realtà assume una rilevanza minore di quello che si potrebbe ritenere sia perché negli ultimi anni alcune Big Tech hanno acquisito delle licenze²⁴ sia perché molti dei servizi finanziari offerti, compresi quelli più innovativi, vengono offerti attraverso forme di *partnership* con operatori tradizionali.

Questa modalità può essere osservata nel sistema di rapporti e di accordi utilizzato per l'erogazione di numerosi servizi da quelli di pagamento²⁵, all'accesso al credito per comprendere anche se vi siano e quali siano i possibili vantaggi dal punto di vista dell'offerta proposta e della semplificazione per la loro erogazione e per l'utente.

In questo senso solo per fare alcuni esempi possiamo ricordare come Apple abbia attivato la Apple card per *iphone*, collegata ad Apple Pay ed integrata nell'*app wallet*, frutto di un accordo con Goldman Sachs per la fornitura del servizio e con Mastercard per garantire un circuito ampio di accettazione di Apple Pay che può es-

offerti da Uber, 31 luglio 2018, entrambi rep. su www.federalismi.it.; D. DIVERIO, *Se Uberpop è un servizio di trasporto un via libera condizionato alla sua regolamentazione da parte degli Stati membri*, in Riv. It. Dir. Lav., 2018. p. 410 ss.; L. BELVISO, *Il caso Uber negli Stati Uniti e in Europa fra mercato, tecnologia e diritto. Obsolescenza regolatoria e ruolo delle Corti*, 2018, rep. su www.medialaws.eu; M. Y. SCHAUB, *Why Uber is an information society service*, Journal of European Consumer and Market Law 2018, p. 109 ss. A. CANEPA, *Le piattaforme fra nuove dinamiche di mercato e ricerca di strumenti regolatori efficaci*, in Riv. reg. merc., n.2/2018, www.rivistadellaregolazioendeimercati.it.

²⁴Licenze di e-money o bancarie sono ad es. state acquisite da Google, Amazon (acquisita in Lussemburgo licenza n.36/10), Facebook e Apple. Google dispone anche di una licenza PSD2 per i servizi di *payment initiation* e *account information services*.

²⁵In particolare il segmento dei pagamenti è quello dove le Big Tech hanno acquisito maggiore rilevanza seppur con differenziazioni dovute anche al contesto socio-economico e regolamentare. In particolare in Cina soggetti come le Big Tech Ant Financial e Tencent sono arrivate processato pagamenti equivalenti al 38% del prodotto interno lordo. Sul punto si veda Financial Stability Board, *Big Tech firms in emerging market*, cit.. In dottrina in particolare L. LERONG, *How a little Ante Challenges Giant Banks? The rise of Ant Financial (Alipay)'s Fintech Empire and relevant Regulatory concerns*, 2018, rep. su www.researchgate.com e J.C. CRISANTO, J. EHENRETRAUD, M.FABIAN, *Big Tech in finance: regulatory approaches and policy option*, FSI Brief, march 2021, rep. sul sito www.bis.org.

sere utilizzato anche per pagare *online* oltre che tramite app²⁶.

Un altro esempio è offerto da Amazon, il c.d. Amazon *paycode*, basato su una collaborazione con Western Union nel quale si consente all'utente di optare per una soluzione di pagamento elettronico o in contanti al momento del *checkout* ed utilizzando proprio le filiali bancarie come supporto per garantire la duplice modalità.

Se poi consideriamo Google si può ricordare un recente accordo con il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) per l'offerta di un conto bancario digitale collegato a Google Pay.

Infine se ci spostiamo nel contesto cinese vediamo come, anche piattaforme con il medesimo modello di *business* delle Big Tech finora considerate, come Ant Financial o Tencent²⁷, abbiano utilizzato per l'offerta di alcuni dei loro servizi²⁸ lo strumento degli accordi con operatori tradizionali come avvenuto ad es. per la banca digitale We Bank²⁹.

Di tali accordi rilevano i soggetti coinvolti, la fisionomia del servizio offerto dalle due parti e le finalità perseguite ed alla base degli accordi. Come anticipato i soggetti coinvolti sono una Big Tech e più frequentemente un operatore tradizionale. Vi è però una particolarità in grado di influenzare la fisionomia del servizio e cioè

²⁶La carta è stata emessa negli Stati Uniti da Goldman Sachs con un accordo di co-branding e utilizza l'infrastruttura di pagamento Mastercard.

²⁷Per un quadro su quali tipologie di servizi vengono erogati dalle Big Tech e dalle grandi piattaforme cinesi nelle diverse aree del mondo si veda in particolare *Big Banks, Bigger Techs? How policy-makers could respond to a probable discontinuity*, Oliver Wyman Report, rep. sul sito www.oliverwyman.com.

²⁸Le tipologie di servizi finanziari erogati da questi soggetti appaiono più numerose di quelle attualmente offerte dalle Big tech presenti nel mercato europeo (tra di esse vi è anche la gestione patrimoniale). Una simile differenziazione è in parte dovuta ad una caratteristica sfruttata anche dalle altre Big tech nei paesi in via di sviluppo e cioè la scarsa regolazione esistente e un'offerta non appetibile per molti clienti esclusi dal circuito dei servizi finanziari. Proprio facendo leva su questi aspetti ad es. Ant Financial ha introdotto Alipay perché i clienti potessero avere a disposizione uno strumento semplice da utilizzare e alternativo alle transazioni in contanti non fornito fino a quel momento dalle banche tradizionali. Proprio per questo Alipay ha avuto una diffusione molto ampia e rapida.

²⁹Ad es. le banche tradizionali erano coinvolte per il finanziamento dei prestiti a consumatori e PMI nel sistema We Bank sviluppato dalla piattaforma Tencent. We Bank è stata la prima banca solo digitale ad ottenere una licenza nel mercato cinese. Anche in questo caso però i prestiti sono finanziati anche da soggetti tradizionali che collaboravano con We Bank.

il riconoscimento di una sorta di “esclusiva” nella gestione del rapporto con l’utente attribuita alla Big tech.

Infatti la fisionomia del servizio è delineata in modo che la percezione per gli utenti risulti quella di una “sovrapposizione” piuttosto che di una collaborazione fra una piattaforma ed operatori tradizionali³⁰. Nello specifico la Big Tech sviluppa la *app* e gestisce il rapporto col cliente ma le altre componenti del servizio, per esempio per la possibilità di finalizzare il pagamento, avvengono sfruttando “l’infrastruttura” degli operatori tradizionali e attraverso conti correnti gestiti anch’essi da soggetti tradizionali³¹. Questo modo di procedere è stato ben sintetizzato evidenziando come *“these product still ride the old rails of the existing payment system”*³². L’effetto di un simile assetto è quello che il pagamento risulta meno visibile come servizio separato e la piattaforma viene percepita dall’utente, anche nel pagamento, come unica controparte del rapporto.

Si potrebbe dire, utilizzando una considerazione della BCE, che *“the payment transaction is becoming increasingly “dissolved” in the overall commercial transaction to streamline the customer’s experience”*³³.

In questo senso anche i servizi finanziari contribuiscono al consolidamento di una sorta di effetto *brand* tra gli utenti possibile anche grazie alla molteplicità di servizi erogati.

³⁰Un rapporto simile è stato osservato anche nel rapporto fra operatori tradizionali e soggetti Fintech che però, spesso, essendo *start-up*, mostrano la situazione opposta dando maggiore visibilità all’operatore storico. Proprio per qualificare questa tipologia di “sovrapposizione” è stata utilizzata l’espressione *white label*. Sull’utilizzo di questa terminologia si vedano in particolare M. BOMER, H. MAXIN, *Why Fintechs Cooperate with banks – Evidence from Germany*, Hannover Economic Paper, n.637, august 2018 e L. ENRIQUES, W-G. RING, *Bank Fintech partnerships, outsourcing arrangements and the case for a mentorship regime*, ECGI Working paper n.572/2020.

³¹Relazioni di collaborazione proprio per i motivi descritti si osservano anche per servizi bancari quali Google-Citibank o Apple-Goldman Sachs/Mastercard. Sull’utilizzo delle infrastrutture degli operatori esistenti si veda in particolare J. FROST, L. GAMBACORTA, Y. HUANG, H.S. SHIN, P. ZBINDEN, *Big Tech and the changing structure of financial intermediation*, BIS Working papers n. 779, april 2019, p.8, rep. sul sito www.bis.org.

³²L’espressione è di M.S. BARR, H.E. JACKSON; M. E. TAHYAR, *Financial regulation: law and policy*, 2016, rep. sul sito www.ssrn.com, p.19.

³³Le considerazioni sono contenute nel documento dell’European Central Bank, *Implications of digitalisation in retail payments for the Eurosystem’s catalyst role*, July 2019, p. 6.

Un simile assetto è frutto di una precisa strategia diretta non solo a determinare una frammentazione della catena del valore ma anche a individuare e mantenere determinati segmenti del servizio quale prerogativa della piattaforma.

Inoltre, se pensiamo all'accordo con gli operatori tradizionali ed all'utilizzo della loro infrastruttura di pagamento, osserviamo come la Big Tech si garantisca il contatto con gli utenti senza sostenere gli oneri economici e regolamentari di uno sviluppo integrale del servizio e può beneficiare delle commissioni di accesso. Per l'operatore tradizionale il principale vantaggio appare il collegamento con bacini di utenti ampi e consolidati grazie alla capacità di analisi e anticipazione dei bisogni dell'utente, all'operatività su più mercati ed alla disponibilità di soluzioni tecnologiche innovative.

Come ben evidenziato dalla Commissione nella comunicazione sui pagamenti del settembre 2020 la principale innovazione proposta dalle Big Tech non concerne tanto il servizio in sé bensì l'interfaccia con il cliente³⁴. Una simile impostazione appare confermata anche dalle strategie di sviluppo e dall'offerta di modalità nuove per disporre gli ordini di pagamento non più solo nella forma delle apps bensì anche attraverso dispositivi per lo shopping vocale³⁵, indossabili (es. orologi) o addirittura sfruttando parti del corpo³⁶ così da far diventare il pagamento un elemento "unno-

³⁴Nella Comunicazione della Commissione del 24 settembre 2020, relativa ad una strategia in materia di pagamenti al dettaglio per l'UE, COM(2020)592, si sottolinea come "Nell'ultimo decennio la maggior parte delle innovazioni nel settore dei pagamenti si è concentrata sul miglioramento delle interfacce con i clienti (ad esempio le applicazioni mobili) o delle soluzioni front-end, senza modificare in modo sostanziale gli strumenti di pagamento utilizzati (carte, bonifici bancari, ecc.)". Allo stesso tempo si precisa che proprio le Big Tech "Con l'emergere delle cripto-attività (inclusi i cosiddetti "stablecoin") presto potrebbero offrire soluzioni di pagamento dirompenti basate sulla crittografia e sulla tecnologia di registro distribuito (DLT)". p.2.

³⁵Per es. Google Home consente di dare istruzioni vocali per avviare un pagamento online o effettuare un pagamento *peer-to-peer* tra amici. Questi aspetti innovativi erano già stati evidenziati dal FSB nel suo documento *Big tech in finance*, 2019, rep. sul sito www.fsr.org, p. 21.

³⁶Modalità innovative basate ad es. sulle impronte digitali interessano in Cina anche l'accesso al credito. Sul punto si veda in particolare G. FU, M. SUN, Q. XU, *An alternative credit scoring system in China's consumer lending market: a system based on digital footprint data*, July 2020, rep. sul sito www.ssrn.com.

ticeably in a general automated process”³⁷.

Si tratta di innovazioni destinate ad affermarsi ancor più rapidamente del previsto alla luce dell'emergenza sanitaria in atto e di modalità di contagio che spingono ad una riduzione dei contatti e delle interazioni umane.

Proprio la novità dell'interfaccia è in grado di attrarre l'utente e contestualmente la garanzia di rapidità e semplicità consolidano l'interesse verso la piattaforma. Un simile processo rafforza la fisionomia di un servizio finanziario caratterizzato da istantaneità³⁸ e continuità (in ogni momento della giornata e 24 h su 24) e addirittura non più necessariamente basato sulla disponibilità di un dispositivo di pagamento.

La rilevanza di questi aspetti è anche concorrenziale perchè queste nuove soluzioni tecnologiche integrate nei dispositivi mobili intelligenti possono assumere la fisionomia di barriere all'ingresso nella forma di condizioni di accesso come nel caso di Apple pay attualmente sotto esame da parte della Commissione proprio per la tecnologia integrata negli smartphone per il pagamento senza contatto³⁹. Allo stesso tempo la disponibilità e capacità di sfruttare la tecnologia può rendere difficile risultare competitivi in particolare per i soggetti tradizionali favorendo la collaborazione⁴⁰.

4. Tra le tipologie di servizi finanziari offerti vi sono anche servizi non destinati agli utenti bensì ad altri operatori di natura commerciale. Questa tipologia di

³⁷L'espressione è contenuta nel documento dell'European Central Bank, *Implications of digitalisation in retail payments*, cit., p. 6.

³⁸Va ricordato come lo sviluppo e l'affermazione di soluzioni di pagamento istantaneo siano state riconosciute come un'opportunità di maggiore concorrenza a livello europeo e mondiale dalla Commissione fin dalla sua Comunicazione del 5 dicembre 2018, *Per un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro*, COM(2018)796.

³⁹Si veda il caso AT40452, Apple Pay, avviato dalla Commissione il 16 giugno 2020, relativo alla tecnologia *Near Field Communication* (NFC) cioè antenne per la comunicazione in prossimità integrate nei dispositivi mobili (telefoni e tablet) utilizzate per effettuare pagamenti senza contatto fisico. Il caso è reperibile sulla pagina della DG Competition.

⁴⁰Sulla difficoltà di una competizione sul terreno dell'innovazione tecnologica già evidenziatasi anche nei confronti dei soggetti Fintech si veda in particolare A. ANTONUCCI, *Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale*, Riv. dir. banc., 2018, p. 557 ss.

servizio appare differenziata al suo interno tra quelli che hanno una rilevanza esclusiva per gli operatori commerciali (ad es. i prestiti per operatori del *marketplace* offerti da Amazon) e quelli che, pur essendo diretti ad operatori, indirettamente hanno una valenza anche per gli utenti e la loro fidelizzazione nei confronti della piattaforma.

Per comprendere come queste tipologie si inseriscano nel modello di *business* delle Big Tech per consolidare la loro posizione di forza sul mercato può essere utile esaminarli specificamente attraverso due esempi. Il primo, Amazon lending, proposto da Amazon ai venditori presenti nel suo *marketplace* ed il secondo, Amazon pay⁴¹, proposto ai commercianti esterni mediante un accordo con un operatore Worldpay, tramite integrazione con l'*Application Programming Interfaces (API)*⁴² di Worldpay.

Amazon Lending è un servizio offerto esclusivamente ai venditori presenti nel *marketplace* e che abbiano necessità di ricevere un finanziamento e presenta una doppia fisionomia. Infatti una linea di credito è gestita con risorse proprie dalla piattaforma ed una in *partnership* con Goldman Sachs.

Proprio quella gestita con risorse proprie appare particolarmente interessante da esaminare per le sue caratteristiche e le relative implicazioni giuridiche. Si tratta di una linea di credito basata su fondi Amazon con un termine molto breve per la restituzione (1 anno) e per un ammontare non superiore a 750 mila dollari destinata ad operatori già presenti sulla piattaforma per migliorare le loro vendite.

⁴¹Amazon pay è stato avviato nel 2007. Proprio nel 2007 Amazon ha acquisito la società TextPayMe, un servizio mobile *peer-to-peer* poi presentato nel 2011 come Amazon webpay e chiuso nel 2014. La fisionomia attuale di Amazon Pay è un portafoglio digitale che consente ai clienti di finalizzare transazioni utilizzando le loro credenziali Amazon e una rete di pagamenti per commercianti *online* e *offline*.

⁴²L'*Application Programming Interfaces (API)* consente la comunicazione tra le banche e i soggetti terzi che chiedono di accedere al conto dei clienti. Tale comunicazione richiede interoperabilità e necessita di sicurezza. Sul tema in particolare M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in F. CAPRIGLIONE, *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, Cedam, 2019, p. 718 ss.; F. CIRAOLO, *La prestazione di servizi di pagamento nell'era del Fintech e dell'Open Banking*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), cit., 217 ss.

Vi è però una particolarità e cioè che non si tratta di un servizio aperto a tutti gli operatori e richiedibile dall'interessato ma ad accesso predeterminato da Amazon tramite invito. Quest'ultimo è riservato ai soli soggetti che presentano maggiore potenziale espansivo e potrebbero avere maggiori benefici dal ricevere un finanziamento.

Sostanzialmente la piattaforma predetermina la platea dei destinatari che possono farne richiesta, effettua la valutazione sul merito creditizio, determina assegnazione, tempi di restituzione e modalità di recupero crediti qualora il destinatario non rispetti le scadenze previste. In questo senso la piattaforma non agisce da intermediario (come ad es. nel caso del *P2P lending*⁴³) in quanto le risorse sono messe a disposizione dalla piattaforma stessa⁴⁴ e l'interesse non è tanto e solo quello di una remunerazione derivante dal prestito quanto di un consolidamento di un certo numero di venditori "di successo" all'interno del *marketplace*.

Proprio questa finalità influisce sulla fisionomia del servizio in tutti i suoi aspetti⁴⁵. Infatti l'accesso al credito è condizionato ad una insindacabile valutazione della piattaforma sulle potenzialità di espansione del venditore basata anche sulla profilazione degli utenti e la desiderabilità di certi prodotti non solo nel presente ma anche in futuro.

La valutazione del merito creditizio viene effettuata su un *set* di informazioni

⁴³Per un approfondimento su questa tipologia si vedano in particolare A. SCIARRONE ALIBRANDI e a., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* In Quaderni Fintech, Consob, 2019 e E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending*, in M-T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech...*, cit., 2019, p. 125 ss.

⁴⁴Le risorse per questa operazione sono state reperite sia nel bilancio della piattaforma che anche attraverso accordi con Goldman Sachs.

⁴⁵Pur non essendo oggetto di esame in questa sede la fisionomia di questa attività di concessione di finanziamenti da parte della piattaforma ai soggetti che fanno parte del *marketplace* sembrerebbe ascrivibile a quelle inserite all'art.3 co.2 del Decreto n. 53 del 2015 del Ministero dell'Economia e delle Finanze e come tale non considerabile tra quelle nei confronti del pubblico con le conseguenze che ne derivano sul piano della disciplina. In tal senso si veda V. LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del Market in Crypto-Assets (MICA)*, in *Dir. Banc.*, n. 4, 2020, p. 856 ss.

profondamente differente da quello più tradizionale della storia creditizia⁴⁶ e che, come già emerso con il *credit scoring* algoritmico, prende in esame anche informazioni non finanziarie (per es. derivanti dai *social media*)⁴⁷.

In questo caso però c'è un elemento in più e cioè che la valutazione non viene effettuata su semplici informazioni bensì su informazioni già "tradotte" in indicatori di *performance*. Nello specifico si utilizza un *mix* di dati sulle *performance* quali tempo di permanenza sulla piattaforma (cronologia di almeno un anno) e capacità di vendita (fatturato di almeno 10.000 dollari nell'anno precedente) ai quali si aggiunge un *rating* sul grado di soddisfazione degli utenti (punteggio nel *rating* di gradimento e assenza di reclami nei 6 mesi precedenti).

Il ricorso a questi dati consente una notevole celerità della procedura decisionale (conclusa in 24 ore) anche perché le informazioni utilizzate sono già in possesso della piattaforma in forma di indicatori. Una simile metodologia presenta alcuni vantaggi oltre alla rapidità di decisione tra i quali la possibile inclusione nell'accesso al credito di alcuni operatori che potrebbero avere difficoltà ad ottenerlo attraverso altri canali basati su differenti tipologie di informazioni. Allo stesso tempo la selezione preventivamente effettuata dalla piattaforma dà luogo ad una certa discrezionalità ed una possibile discriminazione di quella parte di operatori che non riceve l'invito.

Infatti il procedimento per l'individuazione dei venditori da invitare risulta caratterizzato da una scarsa trasparenza su molteplici aspetti quali il calcolo degli indicatori descritti, le valutazioni per l'inclusione ed esclusione, il tasso di risposta all'invito e utilizzo dei fondi nonché su termini e condizioni applicate.

Vi sono però interessanti indicazioni sulle modalità di restituzione di quanto erogato e sull'eventuale azione di recupero. Il procedimento è caratterizzato da una

⁴⁶Per un quadro sulle tipologie di dati utilizzati per la valutazione tradizionale del merito creditizio e quella algoritmica si veda il documento World Bank, *Credit scoring approach guidelines*, 2019, rep. sul sito www.worldbank.org.

⁴⁷Sul *credit scoring* algoritmico si vedano in particolare F. MATTASSOGLIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in Dir. Banca e merc. Finanz., 2020, p. 187 ss.; L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring...*, cit.

serie di azioni che seguono un ordine predefinito così articolato. Le somme dovute saranno prelevate direttamente dalla piattaforma mediante detrazione automatica mensile dall'*account* Amazon del venditore e, qualora non vi sia una disponibilità sufficiente, si procederà a prelevare l'importo mediante il metodo di pagamento collegato all'*account*. Infine, qualora entrambe le soluzioni non garantissero il recupero delle somme dovute, la piattaforma ha il diritto di sequestrare l'inventario e venderlo per estinguere il debito del venditore.

Il servizio descritto evidenzia in modo chiaro due aspetti tra loro strettamente connessi e cioè una modifica del ruolo del *software* da semplice strumento di supporto a mezzo di definizione delle regole di funzionamento del servizio e la progressiva sostituzione della regolazione pubblica ad opera di quella privata.

Infatti, attraverso una combinazione dell'azione del *software* e degli algoritmi (basti pensare a indicatori di *performance* e gradimento nonché alla definizione delle scelte future degli utenti mediante profilazione) la piattaforma determina l'accesso ed esclusione dal servizio, la quantificazione di quanto dovuto e il controllo sul rispetto dei tempi di restituzione e sulla disponibilità economica del venditore⁴⁸. In questo modo la piattaforma, quale regolatore privato⁴⁹, non solo identicamente al regolatore pubblico utilizza strumenti di regolazione *ex ante*, ma, a differenza di quest'ultimo, esercita anche il controllo su quanto stabilito e soprattutto definisce anche gli aspetti giurisdizionali⁵⁰ attraverso la gestione "in proprio" del re-

⁴⁸Va ricordato come già oltre un ventennio fa L. Lessig avesse riconosciuto il ruolo del software affermando come "code is law" in quanto proprio l'architettura informatica è in grado di limitare le azioni individuali e orientare i comportamenti nella direzione voluta e funzionale agli obiettivi della piattaforma. Si veda ID., *Code and others laws of Cyberspace*, New York, Basic Books, 1999, p.5 ss. Sul codice informatico e la sua possibile funzione regolatoria si veda in particolare A. ANTONUCCI, *I non luoghi di produzione delle regole*, in A. ANTONUCCI, M. DE POLI, A. URBANI, *I luoghi dell'economia. Le dimensioni della sovranità*, Torino, Giappichelli, 2019, p.15 ss.

⁴⁹La caratterizzazione di regolatori privati non è ascrivibile solo alle piattaforme dotate di un ecosistema ma anche ai *social media* come Facebook seppur con alcune differenze dal punto di vista delle tipologie di regole adottate. Sul punto si veda in particolare D. WIELSCH, *Private law regulation of Digital Intermediaries*, January 2019, rep. sul sito www.ssern.com.

⁵⁰Sul tema più in generale si veda R. VAN LOO, *The Corporation as courthouse*, *Yale Journal on Regulation*, 2016, p. 548 ss.

cupero crediti di un soggetto inadempiente.

Ciò significa che la regolazione privata⁵¹ realizzata da una piattaforma ecosistema che, proprio per il modello di *business* e la posizione di forza sul mercato, interessava già quasi tutti gli aspetti di rilievo per il funzionamento del mercato, dall'ingresso fino all'esclusione⁵², si estende ulteriormente con l'inclusione degli aspetti giurisdizionali.

4.1. Nel panorama dei servizi offerti dalle Big tech vi sono quelli destinati agli utenti ed altri destinati ad operatori commerciali. In entrambi i casi siamo di fronte a tipologie di servizi selezionati per le finalità specifiche che possono assumere nel consolidamento del rapporto con gli utenti e della loro posizione di forza sul mercato. In questo quadro si inseriscono anche servizi sviluppati per gli operatori del *marketplace* ed estesi, anche attraverso accordi con altri operatori digitali, a tutti gli altri utenti commerciali. La particolarità in questo caso risiede nel fatto che il servizio offerto risulta il risultato di una combinazione di più accordi con operatori, tradizionali e non.

Un esempio in questo senso è offerto proprio dall'accordo tra Amazon e Worldpay, uno tra i grandi fornitori di tecnologie di pagamento, che, al momento dell'accordo, elaborava 40 miliardi di transazioni annuali supportando più di 300 tipi di pagamento in 120 valute diverse. Worldpay, a seguito dell'accordo, ha pienamente integrato Amazon pay come *acquirer* per i suoi aderenti.

Nello specifico l'accordo stabiliva, attraverso l'API di Worldpay⁵³, la possibili-

⁵¹Sul concetto più generale di diritto privato regolatorio si vedano in particolare G. ALPA, *I poteri regolamentari delle autorità indipendenti e la disciplina dei contratti*, in S. AMOROSINO, G. MORBIDELLI, M. MORISI (a cura di), *Istituzioni Mercato e Democrazia. Liber amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, Torino, 2002, p. 11 e R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in Riv. Reg. Merc., n.1/2020, rep. sul sito www.rivistadellaregolazioendeimercati.it

⁵²Su questi aspetti si consenta il rinvio a A. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale*, cit., p. 131 ss.

⁵³L'accordo con Amazon è del marzo 2019 e quasi contestualmente, nel luglio del 2019, Worldpay è stata oggetto di acquisizione entrando a far parte di una società la Fidelity National Information Services (FIS) che offre una gamma molto ampia di prodotti e servizi finanziari con focus su *retail* e *institutional banking* a livello globale grazie anche ad un certo numero di acquisizioni effettuate negli ultimi anni.

tà per i commercianti aderenti di integrare Amazon pay nei loro siti web rendendo più semplice e rapido l'acquisto per i loro consumatori visto che Amazon assumeva il ruolo di *gateway* per i diversi metodi di pagamento associati all'*account* Amazon⁵⁴. Allo stesso tempo contestualmente veniva messa a disposizione la c.d. *customer experience* e cioè la possibilità per i commercianti e consumatori di accedere agli servizi della piattaforma. Nello specifico i commercianti potevano ad es. usufruire dell'infrastruttura logistica per la spedizione e i consumatori, attraverso la profilazione, integrata in questo caso anche da dati finanziari, di una guida personalizzata per i loro acquisti attuali e desideri futuri. Va ricordato come Amazon, sfruttando i dati in suo possesso, abbia sviluppato l'*anticipatory shipping package*⁵⁵ diretto proprio ad individuare, ancor prima che il consumatore stesso lo faccia, i suoi desideri non attendendo neppure l'inserimento del prodotto nel carrello ma procedendo direttamente alla spedizione del bene una volta conclusa l'elaborazione algoritmica delle informazioni.

Attraverso quest'accordo e la contestuale offerta di Amazon pay, basato su operatori tradizionali dei servizi di pagamento, la piattaforma conseguiva un duplice obiettivo: l'estensione dei suoi servizi e della sua sfera di influenza sia su utenti commerciali esterni al *marketplace* che sui consumatori che magari non utilizzavano Amazon per i loro acquisti con un incremento anche del suo patrimonio informativo sia quantitativamente che qualitativamente grazie ai dati sui pagamenti.

⁵⁴Va ricordato come in precedenza Amazon avesse già lanciato un progetto rivolto ad operatori commerciali esterni anche se con caratteristiche differenti. Nello specifico era stato proposto nel 2014 Amazon Local Register che si configurava come un lettore che consentiva ad operatori commerciali di elaborare carte di credito. Nel 2016 Amazon ha chiuso questo progetto perchè, avendo ridotto al minimo la commissione di elaborazione per rendere appetibile il servizio e, non essendosi però sufficientemente diffuso il suo utilizzo, il servizio non solo non risultava remunerativo ma dava luogo a perdite.

⁵⁵Lo sviluppo di questo servizio è iniziato nel 2012 con il deposito del brevetto della struttura e del *software* necessario registrato con n. US8615473, United States Patent, 24 dicembre 2013. consente di avviare la spedizione di un prodotto e addirittura consegnare il pacco quando questo viene messo nel carrello e cioè prima ancora che il consumatore decida di concludere la transazione. Se, una volta ricevuto il bene, non si desidera concludere l'acquisto e tenere il prodotto si può procedere alla restituzione entro 15 giorni. Per poter garantire un servizio di questo tipo il brevetto realizzato punta a realizzare una drastica riduzione della latenza di spedizione.

Anche un accordo come quello descritto mostra come l'offerta di qualunque servizio o segmento di servizio all'interno della catena del valore sia finalizzata a consolidare il marketplace e la posizione di forza che ne deriva piuttosto che ad assumere la fisionomia di un operatore di quel mercato.

La scelta di un simile meccanismo di azione da luogo anche ad un vantaggio dal punto di vista dell'assoggettamento alla relativa vigilanza e genera riflessioni sia sulla difficoltà della normativa attuale di prendere in considerazione le Big Tech e la loro azione in ambito finanziario sia sul concetto e la fisionomia stessa di servizio finanziario così come intesa fino ad ora.

5. Infine può essere utile soffermarsi su tipologie di servizi non finanziari che possono essere offerti anche ad operatori finanziari per erogare i loro servizi.

L'esame dei servizi strumentali e di alcuni in particolare non ha rilievo solo dal punto di vista della completezza di ricognizione delle tipologie di servizi offerti ma anche perché anche questi hanno un ruolo nel consolidamento dell'ecosistema.

Fra di essi una notevole rilevanza è stata assunta dal *cloud*⁵⁶, servizio in forte espansione e sulla cui fornitura proprio le Big Tech hanno investito negli ultimi anni. Queste hanno sviluppato i servizi cloud non al fine di un utilizzo specifico in ambito finanziario ma proprio in questo settore, le crescenti esigenze degli utenti di un'offerta caratterizzata da rapidità, continuità e innovazione, hanno reso sempre più rilevante l'utilizzo del *cloud*⁵⁷.

⁵⁶Facendo riferimento agli Orientamenti EIPOA in materia di esternalizzazione a fornitori di servizi *cloud*, potremmo definire i servizi cloud come "servizi forniti tramite *cloud computing*, ossia modello che consente accesso in rete diffuso, pratico e su richiesta a un gruppo condiviso di risorse elettroniche configurabili (ad esempio reti, server, memorie, applicazioni e servizi) che possono essere forniti e messi a disposizione rapidamente con un minimo impegno gestionale o di interazione con il fornitore del servizio", EIOPA-BoS-20-002, 6 febbraio 2020, rep. sul sito www.eiopa.europa.eu.

Per una ricostruzione delle tappe che hanno portato i soggetti finanziari all'utilizzo di internet, all'IT proprietario e poi al cloud si veda in particolare H.S. SCOTT, J. GULLIVER, H. NADLER, *Cloud computing in the Financial sector: a global perspective*, July 2019, rep. sul sito www.ssrn.com.

⁵⁷Sul punto si veda in particolare il Report a Presidente Donald J. Trump di T. Mnuchin and C.S. Phillips, *A Financial System That Creates Economic Opportunities: Nonbank Financials, Fintech, and Innovation*, Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States

Ad esso sono collegati una vasta gamma di servizi finanziari, dai servizi non critici come la posta elettronica e lo sviluppo di *app*, a quelli connessi a funzioni fondamentali come elaborazione di pagamenti e archiviazione di dati⁵⁸. Ciò rende l'accesso al *cloud* sempre più una necessità⁵⁹ per i vantaggi garantiti in termini di costo/efficacia, minori tempi di commercializzazione, utilizzo delle risorse e gestione dei dati⁶⁰. Proprio per la sua essenzialità negli Stati Uniti è stata recentemente avviata una discussione sulla sua riconoscibilità come *financial markets utilities*⁶¹ e conseguentemente sull'opportunità di una garanzia di accesso.

Infatti in rapporto all'offerta di servizi *cloud* in ambito finanziario si individuano tre questioni tra loro strettamente connesse. La prima riguarda l'offerta del servizio e la capacità di scelta fra più operatori tra i quali anche le Big tech che già detengono una posizione di forza su altri mercati; la seconda riguarda la decisione degli operatori di avvalersi di un soggetto esterno per l'offerta di questi servizi con le implicazioni che ne possono derivarne e infine un terzo aspetto è quello della gestione dei dati in presenza di un servizio offerto in *outsourcing*. Si tratta di aspetti che presentano una valenza in sé ma che meritano un'attenzione particolare per le piattaforme qualificabili come ecosistema in quanto proprio l'accesso e lo sfruttamento dei dati rappresentano uno dei *driver* per la fidelizzazione degli utenti dalla

Financial System (U.S. Treasury Report), U.S. Department of the Treasury, 2018, rep. all'indirizzo <https://home.treasury.gov>.

⁵⁸Come evidenziato dal FSB nel suo documento *Big Tech Firm in Finance in Emerging Market...*, cit., p. 18 in particolare nei paesi in via di sviluppo il cloud potrebbe contribuire anche a migliorare la resilienza delle operazioni delle società finanziarie.

⁵⁹Alla sua qualificazione come tecnologia abilitante si fa riferimento anche in un recente documento del Financial Stability Institute – Bank for International Settlements (BIS), J. Ehrentraud, D.G. Ocampo, M. Piccolo, *Policy responses to fintech: a cross-country overview*, January 2020, rep. sul sito www.bis.org.

⁶⁰In questi termini venivano identificate le potenzialità del cloud computing nella Risoluzione del parlamento europeo del 17 maggio 2017, 2016/2243 rep. sul sito del parlamento europeo. Indicazioni simili sono presenti anche nella Comunicazione della Commissione, COM(2018) 109/2, *Fintech Action Plan: for more competitive and innovative European financial Sector*.

⁶¹Si vedano in particolare F. FRATTO, L. REINERS, "A new source of systemic risk: cloud service providers", The Finreg Blog, August 2019; Institute of International Finance, Cloud computing in the financial sector, part 3: cloud service providers (CSP), February 2019; e F. RESTOY, *Fintech regulation: how to achieve a level playing field*, BIS Occasional paper n.17, February 2021, rep. sul sito www.bis.org.

quale derivano anche effetti per gli altri operatori.

Sul primo punto va ricordato come una riflessione apparentemente simile sia già stata avviata in relazione all'importanza dell'accesso ai dati per gli operatori non proprietari e al vantaggio che queste piattaforme traggono dal loro possesso e sfruttamento⁶².

Anche se in questo caso, come per la raccolta e sfruttamento dei dati, la realizzazione dell'infrastruttura *cloud* da parte delle Big Tech non impedisce ad altri di fare altrettanto e offrire i relativi servizi. In realtà una simile decisione richiede investimenti e competenze specifiche per la sua realizzazione, gestione in sicurezza e offerta su vasta scala. Già questi elementi determinano pertanto una prima selezione nell'offerta a cui si aggiungono le difficoltà di risultare competitivi per la presenza di un'offerta da parte di piattaforme organizzate come un ecosistema come Amazon, Google o Microsoft (basti pensare ad Amazon AWS, Google Cloud o Microsoft Azure⁶³).

Per quanto concerne la seconda questione bisogna considerare due aspetti tra loro collegati quali la scelta di avvalersi del *cloud* e di farlo ricorrendo all'*outsourcing*. Sul primo punto va ricordato come vi siano costi e difficoltà di uno sviluppo in proprio di questo strumento visto che siamo di fronte ad operatori finanziari che in molti casi, come emerso anche da quanto precedentemente descritto, hanno poca familiarità con la tecnologia. Questo elemento, unito ad offerte particolarmente vantaggiose proprio da parte delle Big Tech, spinge ad un ricorso sempre maggiore all'*outsourcing* per avere a disposizione le potenzialità del *cloud*.

⁶²Come evidenziato nell'*Investigation of Competition in Digital Markets*, Majority Staff Report and Recommendations, United States, 2020, proprio Amazon e Google risultano i soggetti che detengono una posizione di forza sul mercato in questione. In particolare Google, proprio per rafforzare la sua presenza in questo mercato, ha effettuato una serie di acquisizioni come descritto nel documento (si veda in particolare p. 109 ss.).

⁶³In una lettera al Department del Treasury del 22 agosto 2019 K. PORTER, and N VELÁZQUEZ, sottopongono la richiesta di "consider designating the three leading providers of cloud-based storage systems for financial industry: Amazon web services, Microsoft Azure and Google Cloud as systemically important financial markets utilities", Letter to US Treasury Secretary, 2019, rep. all'indirizzo <http://velasquez.house.gov>.

Proprio questa crescente tendenza riguardante tutti i segmenti del mercato (bancario, finanziario e assicurativo) ha reso necessario un intervento delle autorità di settore per fissare modalità e requisiti di ricorso all'*outsourcing*, soggetti coinvolgibili e attribuzione del controllo e della responsabilità sulle situazioni di criticità che potrebbero generarsi fra le quali in primis la sicurezza dei dati⁶⁴.

Il sempre maggiore ricorso all'*outsourcing* fa sì che le piattaforme Big Tech cerchino di offrire questo servizio ad un numero sempre maggiore di operatori per due motivi strettamente collegati al rafforzamento ed estensione dell'ecosistema. Il primo riguarda la possibilità di utilizzare un servizio strumentale come il *cloud*, offerto a prezzi vantaggiosi, con garanzie di sicurezza (nonostante alcuni recenti episodi abbiano sollevato alcuni dubbi a riguardo⁶⁵) e possibilità di personalizzazione del servizio⁶⁶ per spingere un numero sempre maggiore di operatori ad utilizzare i molteplici servizi offerti dalla piattaforma (vi sono già anche specifiche proposte di abbinamento in tal senso). In questo modo viene esteso il perimetro di azione e il *target* di riferimento della piattaforma che sempre di più risulta bipolare, sfruttando proprio il segmento finanziario, con l'inclusione oltre al consumatore degli operatori. A questo aspetto si collega la possibilità di avere a disposizione dati finanziari, ulteriori rispetto a quelli che possono derivare dagli altri servizi finanziari già descritti, grazie all'offerta di servizi aggiuntivi e collegati all'offerta del *cloud*. Nello specifico si tratta di servizi di supporto agli operatori nell'analisi dei dati ad esempio sui comportamenti dei consumatori al fine di migliorare la loro esperienza e le proposte di

⁶⁴Proprio le questioni relative all'*outsourcing* vista la loro rilevanza sono state oggetto di specifiche raccomandazioni dell'EBA, *Recommandaions on outsourcing to cloud service providers*, EBA/REC2017/03 del 28 marzo 2018, di orientamenti dell'EIOPA e di linee guida dell'ESMA, *Guidelines on outsourcing to cloud service providers*, 18 dicembre 2020, rep. sul sito dell'Autorità.

⁶⁵Sulle garanzie di sicurezza in realtà un recente episodio ha sollevato notevoli dubbi in merito ad un episodio che nel 2019 ha coinvolto la Capital One che è stata soggetta ad un attacco di hacker e furto di dati di 100 milioni di utenti da un server collegato ai servizi cloud offerti da Amazon Web Services (AWS).

⁶⁶Per una ricognizione sui servizi offerti nei diversi segmenti di mercato connessi all'infrastruttura cloud e dei termini e condizioni contrattuali previste si veda in particolare J.D. MICHELS, C. MILLARD, F. TURTON, *Contracts for clouds, revisited: an analysis of the standard contracts for 40 Cloud Computing services*, Queen Mary School of Law Legal Studies Research Paper n. 334/2020.

servizi. Un esempio recente in questo senso è offerto dalla Northmill Bank⁶⁷ che ha scelto di utilizzare il *cloud* di Amazon AWS lanciando anche un'ampia gamma di prodotti per i suoi clienti. Per la definizione di questi prodotti vengono raccolti i dati di comportamento degli utenti nel *data warehouse* basato su Amazon Redshift che consente di effettuare selezioni e ricerche per chiavi di lettura di questi dati in modo da ottimizzarne l'analisi e utilizzarli poi per i servizi da offrire.

6. Dall'analisi svolta molteplici appaiono le questioni connesse alla presenza delle Big Tech nel segmento finanziario. Alcune possono essere definite generali come il consolidamento, anche grazie a questi servizi, di un modello di *business* nuovo e problematico dal punto di vista concorrenziale (e non solo) o il ruolo crescente della regolazione privata in sostituzione di quella pubblica. Altre appaiono specifiche del settore finanziario. Fra queste ultime vi è la difficoltà sempre maggiore di una regolazione strutturata per soggetti, come nel settore finanziario, di risultare efficace per queste piattaforme anche alla luce della frammentazione della catena del valore e della presenza di modelli di *business* nuovi sviluppati in altri segmenti di mercato (quali ad es. *l'e-commerce*).

Da ciò emerge la necessità di un ripensamento dell'intervento regolatorio alla luce della presenza delle Big Tech e della loro espansione nell'ambito finanziario.

Si tratta di un percorso non semplice per diversi motivi. In particolare per la rapidità di espansione e capacità di intervento di queste piattaforme con una fisionomia differente settorialmente e geograficamente, per la difficoltà di una identificazione chiara e costante del loro ruolo nella catena del valore e per la capacità di applicare regole da essi definite ad un numero sempre più ampio di aspetti e di sog-

⁶⁷Si tratta di una neo-bank cioè una banca nata digitale. Queste banche sono nate nel Regno Unito ed in Germania (si pensi a N26) ed hanno avuto un rapido sviluppo. Sono operatori nati per clienti che utilizzano molto smartphone ed ai quali vengono offerti servizi come conti correnti e di deposito, carte di credito o di debito e servizi come ad es. l'invio di denaro o strumenti di gestione delle finanze personali. Sulle neo-bank si veda in particolare L. GORODIANSKA, N. TETIANA, V. VEMBER, *Neobanks Operations and securities features*, 2019, rep. su www.researchgate.net. Su N26 si veda in particolare M. BOMMER, H. MAXIN, *Why Fintechs Cooperate with banks – evidence from Germany*, Hannover Economic Paper n.637/2018, rep. su www.mik.uni-hannover.de.

getti. Infatti come evidenziato dal servizio Amazon lending la disciplina individuata dalla piattaforma, basata su un combinato di algoritmi e *software* utilizzati come “*a useful policy device*”⁶⁸, interessa i soggetti che possono accedere al servizio, le modalità di erogazione del servizio attraverso la definizione di termini e condizioni e addirittura gli aspetti giuridizionali come riconoscimento dell’inadempienza e recupero crediti.

Come già ricordato su alcune di queste questioni più generali a livello europeo è già stata aperta una riflessione che ha portato alla presentazione nel dicembre 2020 delle proposte denominate *Digital Service Act* e soprattutto del *Digital Markets Act* (DMA). Quest’ultimo ha proprio come *focus* la definizione delle caratteristiche di una piattaforma con un ruolo di *gatekeeper* e una prima definizione delle misure da applicare per limitarne la posizione di forza sul mercato⁶⁹.

Si tratta di un primo passo importante nell’individuazione di una regolazione specifica per quelle piattaforme in grado di dare vita ad un ecosistema e dotate di un modello di *business* per molti aspetti nuovo, possibile grazie allo sfruttamento di sviluppi tecnologici recenti, e in grado di produrre effetti importanti sui mercati e per gli utenti. Pur non potendo entrare nel dettaglio delle previsioni specifiche del DMA, proprio l’esame dell’offerta di servizi finanziari suscita una riflessione sull’inquadramento come categoria omogenea delle piattaforme dotate di una struttura ad ecosistema che emerge dalla proposta citata. Infatti, non solo le modalità di realizzazione dell’ecosistema possono essere differenti (ad es. attraverso acquisizioni di altri operatori in un arco temporale ravvicinato o accordi contrattuali funzionali alla realizzazione del *marketplace* o un insieme delle due modalità), ma, anche i segmenti di mercato, i servizi scelti e le modalità per erogarli non sono i

⁶⁸L’espressione è di J.L. REIDENBERG, *Lex informatica: the formulation of information policy rules through technology*, Fordham Law School, 1997, p.555, rep. sul sito www.lawnet.fordham.edu.

⁶⁹Si veda in particolare il Digital Markets Act e l’art. 3 nel quale si definiscono i requisiti che rendono una piattaforma *gatekeeper* facendo riferimento a 3 caratteristiche: (a) *it has a significant impact on the internal market*; (b) *it operates a core platform service which serves as an important gateway for business users to reach end users*; and (c) *it enjoys an entrenched and durable position in its operations or it is foreseeable that it will enjoy such a position in the near future*.

medesimi e risultano differenti a seconda della piattaforma considerata.

Questa differenziazione appare sempre più evidente e richiederà probabilmente un'attenzione specifica e una regolazione per modelli di *business* o per meglio dire per architettura di ogni modello di business in modo da valutare le specificità delle singole piattaforme, della struttura del loro ecosistema e delle relazioni fra i soggetti coinvolti, le modalità di azione nei diversi settori e la fisionomia dei servizi erogati.

A queste riflessioni su aspetti generali se ne aggiungono di specifiche per i singoli mercati regolati, in particolare quello finanziario, nel quale la frammentazione della catena del valore e l'ingresso in vari segmenti di essa delle Big Tech in via diretta o indiretta (attraverso servizi strumentali come la fornitura dei servizi *cloud*) evidenzia nuovi rischi in particolare per la stabilità finanziaria e per la tutela dell'utente.

Da questo punto di vista, proprio l'opportunità di una supervisione *ad hoc* sulle singole piattaforme strutturate come ecosistemi e la necessità di una attenta valutazione dei servizi finanziari da esse offerti e della fisionomia della filiera nella quale sono inserite fa pensare che un'idea interessante da valutare possa essere quella dei collegi di vigilanza delle autorità per gli emittenti di *token* presente nella recente proposta sui mercati delle cryptoattività⁷⁰. Queste strutture, basate sulla contestuale presenza nel collegio di tutti i soggetti della filiera, rappresentano uno strumento pensato specificamente per i *token* riconosciuti come significativi collegati ad attività.

La *ratio* di questa previsione è proprio quella di garantire una maggiore e più efficace supervisione sugli emittenti di *token* significativi al centro di una rete di soggetti che assicurano l'emissione, il trasferimento e la distribuzione ai possessori

⁷⁰Si tratta della proposta di regolamento del 24 settembre 2020, COM(2020)593, relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica la direttiva 2019/1937. Per un commento sulla proposta si vedano in particolare D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The markets in crypto-assets regulation (MICA) and the digital finance strategy*, december 2020,; E. NOBLE, *Crypto-assets: overcoming challenges to scaling – an Eu Approach*, february 2021, entrambi rep. sul sito www.ssrn.com.

di cripto-attività. Inoltre il collegio rappresenta uno strumento a disposizione anche delle autorità competenti non incluse in quanto consente loro di richiedere al collegio tutte le informazioni funzionali all'esercizio delle funzioni di vigilanza delle quali sono titolari⁷¹.

A questa struttura sono riconosciuti solo poteri consultivi ma ciò che in questa sede risulta di interesse è proprio l'aspetto del coinvolgimento di tutti i soggetti della filiera al fine di facilitare la condivisione delle informazioni e l'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte delle autorità competenti⁷².

Nel caso in esame uno schema di questo genere potrebbe vedere non solo il coinvolgimento delle diverse autorità di vigilanza ma anche di alcune autorità non finanziarie (ad es. quelle in materia di concorrenza) al fine di una migliore supervisione visto il progressivo superamento dei confini disegnati sul settore di attività. Infatti come già sottolineato dalla Commissione in un documento a proposito del c.d. *shadow banking* "*The continued expansion of finance outside the regulatory perimeter poses significant challenges for supervisors and regulators. There are concerns stemming from the opacity and complexity of large and diversified groups encompassing not only traditional (banking or insurance) institutions...*"⁷³.

⁷¹Si veda in particolare il considerando 74 della proposta.

⁷²L'art. 99 prevede come composizione del collegio l'ABE, in qualità di presidente del collegio; (b) l'ESMA; (c) l'autorità competente dello Stato membro d'origine in cui è stabilito l'emittente di token collegati ad attività significativi; (d) le autorità competenti degli enti creditizi o dei fornitori di servizi per le cripto-attività più rilevanti che garantiscono la custodia delle attività di riserva conformemente all'articolo 33; (e) se del caso, le autorità competenti delle piattaforme di negoziazione più rilevanti per le cripto-attività che ammettono alla negoziazione i token collegati ad attività significativi; (f) se del caso, le autorità competenti dei fornitori di servizi per le cripto-attività più rilevanti incaricati di assicurare la liquidità dei token collegati ad attività significativi ai sensi dell'articolo 35, paragrafo 4, primo comma; (g) se del caso, le autorità competenti dei soggetti che assicurano le funzioni di cui all'articolo 30, paragrafo 5, lettera h); (h) se del caso, le autorità competenti dei fornitori di servizi per le cripto-attività più rilevanti che forniscono il servizio di cui all'articolo 3, paragrafo 1, punto 10, in relazione ai *token* collegati ad attività significativi; (i) la BCE; (j) se l'emittente di *token* collegati ad attività significativi è stabilito in uno Stato membro la cui moneta non è l'euro, o se nelle attività di riserva figura una valuta diversa dall'euro, la banca centrale nazionale di tale Stato membro; (k) le autorità di vigilanza pertinenti di paesi terzi con i quali l'ABE ha concluso un accordo amministrativo ai sensi dell'articolo 108

⁷³Si veda il *Commission Staff Working Document on Directive 2002/87/EU on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate* (FICOD), SWD (2017)272 del 13 July 2017, rep. sul sito della Commissione nonché il

In questo quadro risulta sempre più evidente l'opportunità di una valutazione complessiva dell'attività svolta da ognuna di queste piattaforme in grado di tenere conto anche del rilievo economico di ciascuna attività nell'ecosistema. Da ciò deriva la necessità di un coinvolgimento di più autorità per consentire una attenta valutazione della loro presenza nei diversi settori, delle correlazioni e dei rischi associati. Proprio a questo tipo di riflessione si collega la discussione sulla fisionomia e disciplina dei conglomerati finanziari e la possibilità di un aggiornamento di questa nozione. Infatti un'ipotesi potrebbe essere quella di considerare queste piattaforme come una nuova generazione e una differente categoria di conglomerati finanziari⁷⁴. Del resto proprio la capacità di questi soggetti di svolgere contestualmente più attività commerciali e finanziarie interconnesse fa emergere la necessità di una valutazione complessiva dei rischi (tra i quali ad es. adeguatezza patrimoniale e concentrazione⁷⁵) o per meglio dire dei "rischi di gruppo" e dei nuovi rischi generati da un simile modello di *business*⁷⁶.

Allegra Canepa

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

documento ESA's *Draft Final Report on draft implementing technical standards on the reporting of intra-group transactions and risk concentration under article 21a (2b) and (2c) of directive 2002/87/EC*, JC2020/84. Sul concetto di *shadow banking* e sulla questione specifica si veda in particolare V. LEMMA, *The shadow banking system: creating transparency in the financial markets*, Palgrave MacMillan, New York, 2016, p. 13 ss. e ID., *Banking e shadow banking al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del Market in Crypto-Assets (MICA)*, cit., p. 856 ss., rep. sul sito www.dirittobancario.it.

⁷⁴Per una ricostruzione del concetto di conglomerato finanziario e la relativa vigilanza si vedano in particolare A. BROZZETTI, *Il sistema di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari nel D. Lgs. n.142 del 2005*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2007, p.393 ss. e V. TROIANO, *I conglomerati finanziari. Le forme di vigilanza*, Cedam, Padova, 2009.

Sull'idea delle Big Tech come conglomerati di ultima generazione si vedano in particolare M. BOURREAU, A. DE STREEL, *Digital conglomerates and EU competition policy*, march 2019 e E. NOBLE, *The next generation of financial conglomerates: Big Tech and beyond*, 2020, entrambi rep. sul sito www.ssrn.com.

⁷⁵ Su questo tipo di rischi si veda in particolare il documento ROFIEG, *Final report of the expert group on regulatory obstacles to financial innovation*, december 2019, cit.

⁷⁶ Si veda in particolare European Systemic Risk Board, *Eu non-bank financial intermediation risk monitor 2020*, 5 ottobre 2020, rep. sul sito www.esrb.europa.eu.

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**SENTENZA N. 84
DEL 30 APRILE 2021**

composta dai signori: Presidente: Giancarlo CORAGGIO; Giudici: Giuliano AMATO, Silvana SCIARRA, Daria de PRETIS, Nicolò ZANON, Franco MODUGNO, Augusto Antonio BARBERA, Giulio PROSPERETTI, Giovanni AMOROSO, Francesco VIGANÒ, Luca ANTONINI, Angelo BUSCEMA, Emanuela NAVARRETTA, Maria Rosaria SAN GIORGIO,

ha pronunciato la seguente SENTENZA nel giudizio di legittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), come introdotto dall'art. 9, comma 2, lettera b), della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004), promosso dalla Corte di cassazione, sezione seconda civile, nel procedimento vertente tra D. B. e la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con ordinanza del 16 febbraio 2018, iscritta al n. 54 del registro ordinanze 2018 e pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 14, prima serie speciale, dell'anno 2018. Visti l'atto di costituzione di D. B., nonché l'atto di intervento del Presidente del Consiglio dei ministri; udito nell'udienza pubblica del 13 aprile 2021 il Giudice relatore Francesco Viganò; uditi gli avvocati Antonio Saitta e Renzo Ristuccia per D. B. e l'avvocato dello Stato Pio Giovanni Marrone per il Presidente del Consiglio dei ministri; deliberato nella camera di consiglio del 13 aprile 2021. 2 Ritenuto in fatto 1.– Con ordinanza del 16 febbraio 2018, la Corte di cassazione, sezione seconda civile, ha sollevato – accanto alle questioni di legittimità costituzionale già definite da questa Corte con la sentenza n. 112 del 2019 – questioni di legittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, comma 2, lettera b), della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004), «nella parte in cui detto articolo sanziona la condotta consistente nel non ottemperare tempestivamente alle richieste della CONSOB o nel ritardare l'esercizio delle sue funzioni anche nei confronti di colui al quale la medesima CONSOB, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, contesti un abuso di informazioni privilegiate». La disposizione è censurata in riferimento agli artt. 24, 111 e 117, primo comma, della Costituzione, quest'ultimo in relazione all'art. 6 della

Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU), e all'art. 14, paragrafo 3, lettera g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici (PIDCP), nonché in riferimento agli artt. 11 e 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (CDFUE). 1.1.– Il giudizio a quo trae origine da un procedimento sanzionatorio avviato dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) nei confronti di D. B., all'esito del quale sono state irrogate a quest'ultimo le seguenti sanzioni amministrative: a) una sanzione pecuniaria di 200.000 euro in relazione all'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate previsto dall'art. 187-bis, comma 1, lettera a), del d.lgs. n. 58 del 1998, nella versione vigente all'epoca dei fatti, con riguardo all'acquisto, effettuato da D. B. nel febbraio 2009, di 30.000 azioni di una società quotata della quale era socio e consigliere di amministrazione, sulla base del possesso dell'informazione privilegiata relativa all'imminente lancio di un'offerta pubblica di acquisto di tale società, da lui promossa assieme ad altri due soci della medesima società; b) una sanzione pecuniaria di 100.000 euro in relazione al medesimo illecito amministrativo nell'ipotesi di cui all'art. 187-bis, comma 1, lettera c), del d.lgs. n. 58 del 1998, sempre nella versione vigente all'epoca dei fatti, per avere D. B. indotto una terza persona ad acquistare azioni della società in questione, essendo in possesso della menzionata informazione privilegiata; c) una sanzione pecuniaria di 50.000 euro in relazione all'illecito amministrativo di cui all'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nella versione vigente all'epoca dei fatti, per avere rinviato più volte la data dell'audizione alla quale era stato convocato e, una volta presentatosi alla stessa CONSOB, per essersi rifiutato di rispondere alle domande che gli erano state rivolte; 3 d) la sanzione accessoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per la durata di diciotto mesi, ai sensi dell'art. 187-quater, comma 1, del d.lgs. n. 58 del 1998; e) la confisca di denaro o beni, ai sensi dell'art. 187-sexies del d.lgs. n. 58 del 1998, fino a concorrenza dell'importo di 149.760 euro, pari all'intero valore delle azioni acquistate mediante la condotta descritta sub a). Per le stesse condotte di cui ai punti a) e b), a D. B. era stato altresì contestato, in un separato procedimento penale, il delitto di abuso di informazioni privilegiate previsto dall'art. 184 del d.lgs. n. 58 del 1998. Per tale delitto, D. B. ha concordato con il pubblico ministero la pena, condizionalmente sospesa, di undici mesi di reclusione e 300.000 euro di multa, applicata dal Giudice per le indagini preliminari del Tribunale ordinario di Milano il 18 dicembre 2013. D. B. aveva proposto opposizione avanti alla Corte d'appello di Roma avverso il provvedimento sanzionatorio della CONSOB, allegando tra l'altro l'illegittimità della sanzione irrogatagli ai sensi dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998. La Corte d'appello di Roma aveva tuttavia rigettato l'opposizione, confermando così il provvedimento sanzionatorio adottato dalla CONSOB, con sentenza depositata il 20 novembre 2013. Contro tale sentenza D. B. aveva quindi proposto il ricorso per

cassazione che ha dato origine al presente giudizio incidentale di legittimità costituzionale. 1.2.– In punto di rilevanza delle questioni, il rimettente osserva che la declaratoria di illegittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 inciderebbe sull'esito del giudizio a quo, nel quale si controverte (anche) della legittimità di detta sanzione. Non sarebbe d'altra parte possibile escludere, in via interpretativa, l'applicabilità della sanzione ex art. 187-quinquiesdecies a D. B., poiché il soggetto attivo dell'infrazione è «chiunque». La modifica recata all'art. 187-quinquiesdecies dall'art. 24, comma 1, lettera c), del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese), convertito, con modificazioni, nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, sarebbe inoltre ininfluenta, atteso che la novella si limita ad estendere alla Banca d'Italia il dovere di collaborazione originariamente previsto nei soli confronti della CONSOB. Sarebbero parimenti irrilevanti le modifiche apportate dall'art. 5, comma 3, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, recante «Attuazione della direttiva 2014/65/UE 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, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016», il quale ha precisato che il ritardo recato all'esercizio delle funzioni della CONSOB è sanzionato con riferimento alle sole funzioni «di vigilanza», ha modificato la cornice edittale delle 4 sanzioni e le ha diversificate a seconda del contravventore (persona fisica o giuridica). Il primo inciso avrebbe infatti valenza meramente esplicativa e non innovativa; mentre la modifica del regime sanzionatorio sarebbe ininfluenta, poiché la sanzione irrogata a D. B. si colloca comunque all'interno della forbice edittale, pur modificata, e d'altro canto l'interessato non ha censurato la sua quantificazione. 1.3.– Quanto alla non manifesta infondatezza delle questioni, la Corte di cassazione dubita della legittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nella parte in cui esso si applica «anche nei confronti di colui al quale la medesima CONSOB, nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza, contesti un abuso di informazioni privilegiate», assumendo anzitutto il contrasto di tale disciplina con il diritto di difesa di cui all'art. 24 Cost. Rileva la Corte di cassazione che l'accertamento di un illecito amministrativo come quello di cui è causa è prodromico alla possibile irrogazione, nei confronti di chi ne sia riconosciuto autore, sia di sanzioni propriamente penali, per il delitto di cui all'art. 184 del d.lgs. n. 58 del 1998, sia di sanzioni amministrative di natura sostanzialmente punitiva, come è quella di cui all'art. 187-bis del medesimo testo unico; ciò che si è appunto verificato nel caso di specie. Per tale ragione, il soggetto al quale la CONSOB intenda

addebitare la commissione di un tale illecito amministrativo dovrebbe godere di tutte le garanzie inerenti al diritto di difesa nei procedimenti penali, così come riconosciute dalla giurisprudenza costituzionale sulla base dell'art. 24 Cost. e, segnatamente, del «diritto di non collaborare alla propria incolpazione» (sono citate l'ordinanza n. 291 del 2002 e la sentenza n. 361 del 1998).

1.4.– La disposizione censurata contrasterebbe inoltre con il «principio della parità delle parti» nel processo, sancito dall'art. 111, secondo comma, Cost., atteso che «[i]l dovere di collaborare con la CONSOB in capo a colui che dalla stessa CONSOB venga sanzionato per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-bis [del d.lgs. n. 58 del 1998] non sembra [...] compatibile con la posizione di parità che tale soggetto e la CONSOB debbono rivestire nella fase giurisdizionale di impugnativa del provvedimento sanzionatorio».

1.5.– L'art. 187-quinquiesdecies sarebbe poi contrario all'art. 117, primo comma, Cost. in relazione agli artt. 6 CEDU e 14 PIDCP. Quanto all'art. 6 CEDU, la Corte di cassazione osserva che, secondo la consolidata giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo (sono richiamate le sentenze 5 aprile 2012, *Chambaz contro Svizzera*; 8 febbraio 1996, *John Murray contro Regno Unito*; 17 dicembre 1996, *Saunders contro Regno Unito*; 21 dicembre 2000, *Heaney e McGuinness contro Irlanda*; 3 maggio 2001, *J. B. contro Svizzera*; 4 ottobre 2005, *Shannon contro Regno Unito*; 8 ottobre 2002, *Beckles contro Regno Unito*), il diritto di non cooperare alla propria incolpazione e il diritto al silenzio – anche nell'ambito di procedimenti amministrativi funzionali all'irrogazione di sanzioni aventi natura punitiva – debbono considerarsi come implicitamente riconosciuti da tale norma convenzionale, situandosi anzi «al cuore della nozione di processo equo». Quanto poi al Patto internazionale sui diritti civili e politici, la Corte di cassazione osserva che il suo art. 14, paragrafo 3, lettera g), riconosce esplicitamente il diritto di ogni individuo accusato di un reato a «non essere costretto a deporre contro sé stesso o a confessarsi colpevole». Tale diritto dovrebbe necessariamente essere riconosciuto anche a colui che sia sottoposto a un'indagine condotta da un'autorità amministrativa, ma potenzialmente funzionale all'irrogazione nei suoi confronti di sanzioni di carattere punitivo.

1.6.– La Corte di cassazione sospetta infine che la disciplina in esame violi gli artt. 11 e 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 47, paragrafo 2, CDFUE. Rilevato che l'art. 187-quinquiesdecies, e più in generale l'intera disciplina del d.lgs. n. 58 del 1998, ricadono nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione europea ai sensi dell'art. 51 CDFUE, il giudice a quo osserva che la formulazione dell'art. 47, paragrafo 2, CDFUE è sostanzialmente sovrapponibile a quella dell'art. 6, paragrafo 1, CEDU, e deve pertanto essere interpretata – secondo quanto previsto dall'art. 52, paragrafo 3, CDFUE – in conformità all'interpretazione della corrispondente previsione convenzionale, sopra menzionata, fornita dalla Corte europea dei diritti dell'uomo. La Corte di cassazione rileva, inoltre, che dalla stessa giurisprudenza della Corte di giustizia UE in materia di

tutela della concorrenza si evince il principio secondo cui la Commissione non può imporre all'impresa l'obbligo di fornire risposte attraverso le quali questa sarebbe indotta ad ammettere l'esistenza della trasgressione, che deve invece essere provata dalla Commissione (è citata la sentenza 18 ottobre 1989, in causa C-374/87, Orkem). La Corte di cassazione sottolinea, tuttavia, come dalla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) – direttiva in attuazione della quale l'art. 187-quinquiesdecies è stato introdotto nel d.lgs. n. 58 del 1998 – si evinca un generale obbligo di collaborazione con l'autorità di vigilanza, la cui violazione deve essere sanzionata dallo Stato membro ai sensi dell'art. 14, paragrafo 3, della direttiva medesima; ed evidenzia come tale obbligo sia sancito anche dal recente regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione. Tale considerazione induce il giudice a quo a domandarsi se detto obbligo, ove ritenuto applicabile anche nei confronti dello stesso soggetto nei cui confronti si stia svolgendo l'indagine, sia compatibile con l'art. 47 CDFUE; e, conseguentemente, se quest'ultima osti a una disposizione nazionale che, come l'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, presupponga un dovere di prestare collaborazione alle indagini (e conseguentemente di sanzionare l'omessa collaborazione) anche da parte del soggetto nei cui confronti la CONSOB stia svolgendo indagini relative alla possibile commissione di un illecito punito con sanzioni di carattere sostanzialmente penale. 1.7.– Rilevato, dunque, che l'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 si espone a dubbi di illegittimità costituzionale sotto il profilo della sua possibile contrarietà a parametri costituzionali nazionali (artt. 24, secondo comma, e 111, 6 secondo comma, Cost.), nonché sotto il profilo della sua possibile incompatibilità con la CEDU e con la stessa CDFUE – incompatibilità dalla quale deriverebbe pure, in via mediata, la sua illegittimità costituzionale in forza degli artt. 11 e 117, primo comma, Cost. –, la Corte di cassazione ha ritenuto di dover anzitutto sottoporre tali questioni all'esame di questa Corte. 2.– Si è costituito in giudizio il Presidente del Consiglio dei ministri, rappresentato e difeso dall'Avvocatura generale dello Stato, chiedendo che le questioni sollevate siano dichiarate inammissibili o, comunque, infondate. 2.1.– L'interveniente – premesso che D. B. è stato sanzionato esclusivamente per l'ingiustificato ritardo nella comparizione innanzi alla CONSOB, sicché la fattispecie sarebbe assimilabile a quella esaminata da questa Corte nella sentenza n. 33 del 2002 – ha sollevato alcune eccezioni preliminari. Le questioni sarebbero irrilevanti, sia per il carattere ipotetico delle eventuali conseguenze pregiudizievoli in sede penale a carico di D. B., sia perché quest'ultimo ben avrebbe potuto presentarsi all'audizione e rendere dichiarazioni non sfavorevoli o non suscettibili di pregiudicarlo in

sede penale. L'ordinanza di rimessione si fonderebbe inoltre sull'erroneo presupposto interpretativo che l'eventuale trasmissione al pubblico ministero della documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate comporti anche l'effettiva utilizzabilità a fini probatori, nel processo penale, del materiale raccolto. Dal disposto dell'art. 220 del decreto legislativo 28 luglio 1989, n. 271 (Norme di attuazione, di coordinamento e transitorie del codice di procedura penale) e dalla giurisprudenza di legittimità formatasi in materia si ricaverebbe, invece, l'inutilizzabilità delle dichiarazioni rese da persona nei cui confronti siano emersi, nel corso dell'attività ispettiva e di vigilanza, anche semplici dati indicativi di un fatto apprezzabile come reato e le cui dichiarazioni, ciò nonostante, siano state raccolte in violazione delle norme poste a garanzia del diritto di difesa. Le stesse relazioni ispettive dei funzionari della CONSOB sarebbero acquisibili ai sensi dell'art. 234 del codice di procedura penale e utilizzabili nel processo penale limitatamente alle parti riguardanti il rilevamento dei dati oggettivi. Infine, la premessa interpretativa circa la natura punitiva delle violazioni di cui all'art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998 non sarebbe adeguatamente argomentata.

2.2.– Nel merito, sarebbe insussistente la denunciata violazione dell'art. 24 Cost., atteso che il diritto costituzionale di difesa «non [potrebbe] concretarsi in comportamenti che ledono l'interesse all'efficiente e trasparente funzionamento del mercato pubblico, tutelato dalla sanzione contemplata dall'art. 187-quinquiesdecies». 2.3.– Del pari infondata sarebbe la censura formulata in riferimento all'art. 111 Cost., poiché il dovere di collaborazione presidiato dall'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 non sarebbe suscettibile di alterare la posizione di parità tra l'incolpato e la CONSOB nella fase giurisdizionale di impugnativa del provvedimento, ove spetta alla seconda provare la fondatezza della propria pretesa punitiva, avvalendosi delle risultanze acquisite nel corso del procedimento amministrativo. 7 2.4.– Per le medesime considerazioni, sarebbe insussistente la violazione – prospettata peraltro in via ipotetica – dell'art. 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 6, paragrafo 1, CEDU. 2.5.– Sarebbe infine infondato il dubbio di costituzionalità dell'art. 187-quinquiesdecies in riferimento agli artt. 11 e 117 Cost., in relazione all'art. 47 CDFUE, poiché la direttiva 2003/6/CE – di cui la disposizione censurata costituisce attuazione – sottolinea al trentottesimo considerando la necessità di prevedere sanzioni sufficientemente dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione dei divieti e obblighi fissati dalla stessa direttiva, e precisa all'art. 12 che i poteri di vigilanza e di indagine conferiti alle autorità competenti includono il diritto di richiedere informazioni e di convocare in audizione «qualsiasi persona», ivi compreso, dunque, il soggetto cui si contesti l'abuso di informazioni privilegiate.

3.– Si è altresì costituito in giudizio D. B., il quale ha invece sostenuto la fondatezza delle questioni, in relazione a tutti i parametri evocati, ripercorrendo le argomentazioni dell'ordinanza di rimessione ed

evidenziando – in relazione alla prospettata violazione degli artt. 117, primo comma, Cost. e 6 CEDU – che nelle pronunce *Chambaz* contro Svizzera e *J. B.* contro Svizzera la Corte EDU ha escluso la compatibilità con la disposizione convenzionale di sanzioni irrogate a fronte del rifiuto di rispondere a richieste dell'autorità amministrativa o di fornire documenti, nell'ambito di procedimenti fiscali. 4.– Non si è costituita in giudizio la CONSOB, che era parte nel giudizio a quo. 5.– Nella memoria illustrativa depositata in prossimità dell'udienza pubblica del 5 marzo 2019, l'Avvocatura generale dello Stato ha richiamato le deduzioni già svolte nell'atto di intervento. 6.– Nella propria memoria illustrativa D. B., contestate le eccezioni di irrilevanza sollevate dalla difesa erariale, ha sottolineato che il diritto di non contribuire alla propria incolpazione non potrebbe ritenersi recessivo rispetto all'interesse all'efficiente funzionamento del mercato pubblico, stanti l'intangibilità del diritto di difesa di cui all'art. 24 Cost. (è citata la sentenza n. 232 del 1989) e la circostanza che la direttiva 2003/6/CE debba rispettare i diritti fondamentali della CDFUE, secondo quanto indicato nel suo quarantaquattresimo considerando. 7.– All'esito dell'udienza pubblica del 5 marzo 2019, con l'ordinanza n. 117 del 2019 questa Corte ha sottoposto alla Corte di giustizia dell'Unione europea, ai sensi dell'art. 267 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), le seguenti questioni pregiudiziali: «a) se l'art. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE, in quanto tuttora applicabile *ratione temporis*, e l'art. 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 debbano essere interpretati nel senso che consentono agli Stati membri di non sanzionare chi si rifiuti di rispondere a domande dell'autorità competente dalle quali possa emergere la propria responsabilità per un illecito punito con sanzioni amministrative di natura "punitiva"; b) se, in caso di risposta negativa a tale prima questione, l'art. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE, in quanto tuttora applicabile *ratione temporis*, e l'art. 30, 8 paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 siano compatibili con gli artt. 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, anche alla luce della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo in materia di art. 6 CEDU e delle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, nella misura in cui impongono di sanzionare anche chi si rifiuti di rispondere a domande dell'autorità competente dalle quali possa emergere la propria responsabilità per un illecito punito con sanzioni amministrative di natura "punitiva"». 8.– Con sentenza del 2 febbraio 2021 (in causa C-481/19, D. B. contro Consob) la grande sezione della Corte di giustizia ha statuito che «[l]'articolo 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE [...], e l'articolo 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 [...], letti alla luce degli articoli 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, devono essere interpretati nel senso che essi consentono agli Stati membri di non sanzionare una persona fisica, la quale, nell'ambito di un'indagine svolta nei suoi confronti dall'autorità competente a titolo di detta direttiva o di detto regolamento, si rifiuti di fornire a tale autorità risposte che possano far emergere la

sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative aventi carattere penale oppure la sua responsabilità penale». 9.– È stata quindi fissata nuova udienza innanzi a questa Corte, per il prosieguo della trattazione del presente giudizio di legittimità costituzionale. 10.– In prossimità dell'udienza pubblica del 13 aprile 2021, l'Avvocatura generale dello Stato ha depositato un'ulteriore memoria illustrativa, chiedendo alla Corte, in via principale, di dichiarare irrilevanti o infondate le questioni sollevate dalla Corte di cassazione. 10.1.– La difesa erariale ribadisce che D. B. è stato sanzionato dalla CONSOB non per il silenzio serbato in sede di audizione, ma per le reiterate ed ingiustificate richieste di rinvio dell'audizione, sicché la dedotta violazione del diritto al silenzio sarebbe meramente ipotetica, con conseguente irrilevanza delle questioni. Poiché inoltre, secondo la sentenza D. B. contro Consob della Corte di giustizia, il diritto al silenzio non può giustificare qualsiasi condotta di omessa collaborazione con le autorità competenti, quale il rifiuto a presentarsi a un'audizione o manovre dilatorie tendenti a rinviare lo svolgimento della stessa, le questioni sollevate dalla Corte di cassazione non potrebbero essere accolte, riferendosi a una fattispecie in cui la parte privata è stata sanzionata per avere appunto posto in essere manovre dilatorie. 10.2.– In subordine, l'Avvocatura generale dello Stato chiede che l'eventuale accoglimento delle questioni circoscriva la portata del diritto al silenzio nei termini ricavabili dalla sentenza D. B. contro Consob. Ivi la Corte di giustizia avrebbe ricostruito il contenuto del diritto al silenzio alla luce della giurisprudenza della Corte EDU, da cui risulterebbe il carattere non assoluto di tale diritto, che assumerebbe rilievo solo nella misura in cui le dichiarazioni rese dall'incolpato su questioni di fatto abbiano influito sulla motivazione della decisione adottata o sulla sanzione inflitta all'esito del procedimento (sono citate le sentenze Murray contro Regno Unito e 19 marzo 2015, Corbet e altri contro Francia, nonché le 9 conclusioni dell'Avvocato generale Pikamäe rese il 27 ottobre 2020 nella causa D. B. contro Consob). Nell'ambito dei procedimenti innanzi alla CONSOB, la garanzia del diritto al silenzio non dovrebbe essere letta nel senso di «rimettere all'arbitrio individuale di pochi soggetti qualificati che dispongono di tutte le informazioni rilevanti per qualificare come lecite o illecite le singole operazioni, la decisione se collaborare o meno, consentendo loro di stabilire a propria discrezione se la collaborazione richiesta sia potenzialmente pregiudizievole per i loro interessi in quanto li esporrebbe, a loro giudizio, a sanzioni amministrative». Tale lettura, alla luce dell'«asimmetria informativa che regna nel mercato finanziario», priverebbe di ogni effetto utile le funzioni di vigilanza della CONSOB, la quale non disporrebbe, al fine dell'accertamento di illeciti legati ad abusi di mercato, di poteri autonomamente esercitabili di accesso, perquisizione e sequestro o di intercettazione di comunicazioni. Occorrerebbe al contrario differire l'operatività della garanzia del diritto al silenzio «ad un momento successivo al completamento delle indagini: vale a dire al momento

della decisione circa la sussistenza degli illeciti, o comunque ad un momento successivo alla contestazione formale degli addebiti; momento in cui si potrà realmente valutare se le dichiarazioni doverosamente rese dall'incolpato siano utilizzabili al fine di accertare a sua carico una violazione sanzionata». Considerato inoltre che, secondo la giurisprudenza della Corte EDU (è citata la sentenza Chambaz contro Svizzera), la garanzia del nemo tenetur se ipsum accusare nell'ambito dei procedimenti amministrativi «acquista consistenza nei casi in cui il mancato riconoscimento di essa possa condurre all'acquisizione di informazioni utilizzabili contro l'interessato nell'ambito di un procedimento penale», detta garanzia non dovrebbe applicarsi fino al momento in cui il presidente della CONSOB procede alla trasmissione al pubblico ministero della documentazione raccolta nel corso dell'indagine ispettiva, ai sensi dell'art. 187-decies, comma 2, del d.lgs. n. 58 del 1998. 11.– Nella propria ulteriore memoria illustrativa, D. B. chiede invece l'accoglimento delle questioni di legittimità costituzionale, alla luce dell'indicata sentenza resa dalla Corte di giustizia, che ha chiarito come gli artt. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE e 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 non impongano di sanzionare, ai sensi dell'art. 187-quinquiesdecies, anche colui che sia «indagato» dalla CONSOB per l'illecito di abuso di informazioni privilegiate. 11.1.– La parte richiama le considerazioni svolte da questa Corte nell'ordinanza n. 117 del 2019, secondo cui il diritto al silenzio non può di per sé legittimare il rifiuto del soggetto di presentarsi all'audizione disposta dalla CONSOB, né il suo indebito ritardo nel presentarsi alla stessa audizione, «purché sia garantito – diversamente da quanto avvenuto nel caso di specie – il suo diritto a non rispondere alle domande che gli vengano rivolte durante l'audizione stessa». Nel caso di specie, D. B. non disponeva, nell'ambito del procedimento avviato dalla CONSOB, di detta garanzia, invece contemplata in materia penale dall'art. 64, comma 10 3, lettera b), cod. proc. pen., nonché dall'art. 3, paragrafo 1, lettera e), della direttiva 2012/13/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 maggio 2012, sul diritto all'informazione nei procedimenti penali, richiamato dal trentunesimo e dal trentaduesimo considerando della direttiva (UE) 2016/343 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 marzo 2016, sul rafforzamento di alcuni aspetti della presunzione di innocenza e del diritto di presenziare al processo nei procedimenti penali; sicché le sue richieste di rinvio dell'audizione sarebbero giustificate dall'esercizio del diritto fondamentale al silenzio. La disposizione censurata sarebbe dunque costituzionalmente illegittima ove utilizzata per sanzionare sia «l'esplicita manifestazione della volontà dell'incolpato di non rispondere», sia «un ritardo rispetto a convocazioni prive di indicazioni circa il diritto di evitare di rendere dichiarazioni autoincriminanti nell'ambito del procedimento sanzionatorio ed in particolare nella sua fase istruttoria». 11.2.– Tanto premesso, la parte ripercorre la giurisprudenza di questa Corte sulla natura fondamentale del diritto al silenzio, corollario del diritto di difesa (è citata la sentenza n. 253 del 2019) e sul carattere punitivo, secondo i criteri Engel,

delle sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato (sono richiamate le sentenze n. 112 del 2019, n. 63 del 2019, n. 223 del 2018 e n. 68 del 2017), per concludere che il censurato art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 «non opera [...] un ragionevole bilanciamento tra il diritto di difesa da un lato e quello al buon andamento della p.a. e della tutela del credito ex art. 47 Cost. dall'altro», così violando l'art. 24 Cost. Osserva inoltre che «sarebbe contraddittorio se l'ordinamento interno riconoscesse natura sostanzialmente penale/punitiva alla sanzione de qua [...] per poi non pretendere che in siffatti procedimenti sanzionatori siano assicurate almeno le garanzie fondamentali da sempre riconosciute in quelli penali tra cui, in primis, il "diritto al silenzio"». 11.3.– Con riferimento alla violazione degli artt. 111 Cost. e 117, primo comma, Cost., in relazione agli artt. 6 CEDU, 14, comma 3, lettera g), PIDCP, e 47 CDFUE, la parte ripercorre adesivamente le argomentazioni dell'ordinanza di rimessione, dell'ordinanza n. 117 del 2019 di questa Corte e della sentenza D. B. contro Consob della Corte di giustizia, concludendo che l'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 si pone in contrasto con detti parametri e non può essere interpretato in maniera costituzionalmente orientata, sicché dovrebbe essere dichiarato costituzionalmente illegittimo. Considerato in diritto 1.– Con l'ordinanza indicata in epigrafe, la Corte di cassazione, sezione seconda civile, ha sollevato – accanto alle questioni di legittimità costituzionale già definite da questa Corte con la sentenza n. 112 del 2019 – questioni di legittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), nel testo originariamente introdotto dall'art. 11 9, comma 2, lettera b), della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004), «nella parte in cui detto articolo sanziona la condotta consistente nel non ottemperare tempestivamente alle richieste della CONSOB o nel ritardare l'esercizio delle sue funzioni anche nei confronti di colui al quale la medesima CONSOB, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, contesti un abuso di informazioni privilegiate». La disposizione è censurata in riferimento agli artt. 24, 111 e 117, primo comma, della Costituzione, quest'ultimo in relazione all'art. 6 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU), e all'art. 14, comma 3, lettera g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici (PIDCP), nonché in riferimento agli artt. 11 e 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (CDFUE). 2.– Le eccezioni di inammissibilità sollevate dall'Avvocatura generale dello Stato non sono fondate. 2.1.– Infondata è, anzitutto, l'eccezione di irrilevanza della questione. L'ordinanza di rimessione dà atto, invero, che il ricorrente nel processo a quo è stato sanzionato dalla Corte d'appello di Roma non già per essersi rifiutato di rispondere alle domande poste dalla

Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) in sede di audizione, bensì per il ritardo nel presentarsi all'audizione stessa. Da ciò l'Avvocatura generale dello Stato deduce in sostanza – in particolare nella memoria presentata in prossimità dell'udienza del 13 aprile 2021 – che anche nell'ipotesi di accoglimento delle questioni il ricorrente dovrebbe essere comunque sanzionato, dal momento che il suo diritto al silenzio – secondo quanto espressamente affermato dalla sentenza della grande sezione della Corte di giustizia del 2 febbraio 2021, in causa C-481/19, D. B. contro Consob – non coprirebbe la condotta consistente nel ritardare le funzioni di vigilanza della medesima CONSOB. Tale rilievo non è, tuttavia, dirimente. In primo luogo, la rilevanza di una questione di legittimità costituzionale deve essere vagliata *ex ante* sulla base del *petitum* così come prospettato dal giudice rimettente, non già – *ex post* – sulla base della decisione di questa Corte, che ben può circoscrivere l'accoglimento della questione in termini che potrebbero anche non giovare alla parte del giudizio a quo nel cui interesse la questione stessa è stata formulata. Nel caso ora all'esame, il rimettente ha ritenuto per l'appunto di estendere il *petitum* anche all'ipotesi del procurato ritardo nell'esercizio delle funzioni di vigilanza della CONSOB da parte del ricorrente; ciò che rende di per sé rilevante la questione prospettata. Inoltre, come più volte precisato da questa Corte (sentenze n. 59 del 2021, n. 254 del 2020, n. 253 e n. 179 del 2019, n. 20 del 2018), la nozione di rilevanza non si identifica con l'utilità concreta dell'auspicata pronuncia di accoglimento per la parte nel procedimento a quo: essenziale e sufficiente a conferire rilevanza alla questione prospettata è, infatti, che il giudice debba effettivamente applicare la disposizione della cui legittimità costituzionale dubita nel procedimento pendente avanti a sé (sentenza n. 12 253 del 2019) e che la pronuncia della Corte «influi[sca] sull'esercizio della funzione giurisdizionale, quantomeno sotto il profilo del percorso argomentativo che sostiene la decisione del processo principale (tra le molte, sentenza n. 28 del 2010)» (sentenza n. 20 del 2016). Infine, non può non reiterarsi il rilievo – già svolto nell'ordinanza n. 117 del 2019, e ripreso dalla parte nelle proprie difese – per cui, nella valutazione della sanzionabilità del ritardo di D. B. nel presentarsi all'audizione disposta dalla CONSOB, ben potrebbe il giudice del procedimento a quo valorizzare la circostanza che il diritto al silenzio non era, all'epoca, garantito; e che pertanto il ricorrente – presentandosi all'audizione – si sarebbe trovato di fronte all'alternativa tra rendere in quella sede dichiarazioni potenzialmente autoaccusatorie, ovvero rischiare di essere sanzionato per il rifiuto di rendere tali dichiarazioni. 2.2.– Infondata è altresì l'ulteriore eccezione (invero non ripresa nella memoria conclusiva) di erroneità del presupposto interpretativo, relativa alla mancata considerazione, da parte dell'ordinanza di rimessione, dell'art. 220 del decreto legislativo 28 luglio 1989, n. 271 (Norme di attuazione, di coordinamento e transitorie del codice di procedura penale). Tale disposizione – nell'interpretazione offertane dalla giurisprudenza di legittimità – escluderebbe l'utilizzabilità delle dichiarazioni rese da persona nei cui

confronti siano emersi, nel corso dell'attività ispettiva e di vigilanza, anche semplici dati indicativi di un fatto apprezzabile come reato e le cui dichiarazioni, ciò nonostante, siano state raccolte in violazione delle norme poste a garanzia del diritto di difesa. Come già rilevato nell'ordinanza n. 117 del 2019, è indubbio che nell'ordinamento italiano non è consentito – ai sensi dell'art. 220 norme att. cod. proc. pen. – utilizzare nel processo penale dichiarazioni rese all'autorità amministrativa nel corso di attività ispettiva o di vigilanza senza l'osservanza delle disposizioni del codice di procedura penale; ma è altrettanto indubbio che tali dichiarazioni – ottenute dall'autorità amministrativa mediante la minaccia di sanzione per il caso di mancata cooperazione – possono in concreto fornire all'autorità stessa (e poi al pubblico ministero) informazioni essenziali in vista dell'acquisizione di ulteriori elementi di prova della condotta illecita, destinati poi a essere utilizzati nel successivo processo penale contro l'autore della condotta, e possono pertanto contribuire, almeno indirettamente, a determinare la sua futura responsabilità penale. Anche a prescindere da tale considerazione, è peraltro decisivo il rilievo che il diritto al silenzio è qui invocato dal giudice rimettente quale garanzia in capo a colui che possa essere successivamente accusato di avere commesso anche solo un illecito amministrativo, ma suscettibile di dar luogo all'applicazione di una sanzione amministrativa dal carattere punitivo. Indipendentemente, dunque, dalla eventualità che nei suoi confronti venga effettivamente contestata la commissione di un reato. 2.3.– Ictu oculi infondata è, infine, l'eccezione – anch'essa formulata dall'Avvocatura generale dello Stato soltanto nel primo scritto difensivo – secondo cui il rimettente non avrebbe argomentato sulla natura punitiva delle sanzioni amministrative per l'illecito di abuso di informazioni privilegiate, di cui D. B. fu poi ritenuto responsabile dalla CONSOB. Il rimettente ha, in effetti, ampiamente motivato sul punto (pagine 14 e 15 dell'ordinanza), in termini peraltro corrispondenti ad affermazioni più volte compiute da questa stessa Corte, in epoca precedente (sentenza n. 68 del 2017) e successiva all'ordinanza di rimessione (sentenze n. 112 del 2019, n. 63 del 2019 e n. 223 del 2018, nonché ordinanza n. 117 del 2019). 3.– Nel merito, le questioni sollevate dal rimettente sono fondate in riferimento agli artt. 24, 117, primo comma, Cost., in relazione agli artt. 6 CEDU e 14, paragrafo 3, lettera g), PIDCP, nonché agli artt. 11 e 117, primo comma, Cost. in relazione all'art. 47 CDFUE, restando assorbita la questione formulata in riferimento all'art. 111 Cost. 3.1.– Come questa Corte ha già avuto modo di rammentare nell'ordinanza n. 117 del 2019, l'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nella versione applicabile *ratione temporis* ai fatti di cui è causa nel procedimento a quo, prevedeva: «[f]uori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, chiunque non ottempera nei termini alle richieste della CONSOB ovvero ritarda l'esercizio delle sue funzioni è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquantamila ad euro un milione». Tra i poteri attribuiti alla

CONSOB si annovera in particolare, ai sensi dell'art. 187- octies, comma 3, lettera c), del d.lgs. n. 58 del 1998, quello di «procedere ad audizione personale» nei confronti di «chiunque possa essere informato sui fatti». Il tenore letterale dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nella versione vigente al momento dei fatti e applicabile nel giudizio a quo, appare dunque estendersi anche all'ipotesi in cui l'audizione personale sia disposta nei confronti di colui che la CONSOB abbia già individuato, sulla base delle informazioni in proprio possesso, come il possibile autore di un illecito il cui accertamento ricade entro la sua competenza. Il giudice a quo dubita, tuttavia, che un simile esito sia compatibile con il "diritto al silenzio", fondato su tutti i parametri costituzionali e sovranazionali poc'anzi rammentati.

3.2.– Nell'ordinanza n. 117 del 2019, questa Corte ha già avuto modo di affermare: – che il "diritto al silenzio" dell'imputato – pur non godendo di espresso riconoscimento costituzionale – costituisce un «corollario essenziale dell'inviolabilità del diritto di difesa», riconosciuto dall'art. 24 Cost. (ordinanze n. 202 del 2004, n. 485 e n. 291 del 2002), garantendo nel procedimento penale all'imputato la possibilità di rifiutare di sottoporsi all'esame testimoniale e, più in generale, di avvalersi della facoltà di non rispondere alle domande del giudice o dell'autorità competente per le indagini; – che questa Corte non ha avuto, sinora, l'occasione di stabilire se tale diritto si estenda anche nell'ambito di procedimenti amministrativi funzionali all'irrogazione di sanzioni di natura punitiva secondo i criteri Engel; – che, tuttavia, in numerose occasioni questa Corte ha ritenuto che singole garanzie costituzionali previste per la materia penale si estendano anche a tali sanzioni e ai relativi procedimenti applicativi (si vedano le sentenze citate nell'ordinanza n. 117 del 2019 al punto 7.1. del Considerato in diritto, cui adde sentenze n. 68 del 2021 e n. 96 del 2020); 14 – che, d'altra parte, non v'è dubbio che le sanzioni previste dagli artt. 187-bis e 187-ter del d.lgs. n. 58 del 1998 abbiano natura punitiva (si vedano le sentenze di questa Corte, della Corte EDU e della Corte di giustizia parimenti citate nell'ordinanza n. 117 del 2019 al punto 7.1. del Considerato in diritto); – che la Corte EDU ha dal canto suo espressamente esteso il diritto al silenzio desumibile dall'art. 6 CEDU – sub specie di diritto a non cooperare alla propria incolpazione e a non essere costretto a rendere dichiarazioni di natura confessoria – anche all'ambito dei procedimenti amministrativi, riconoscendo in particolare il diritto di chiunque sia sottoposto a un procedimento che potrebbe sfociare nella irrogazione di sanzioni di carattere punitivo a non essere obbligato a fornire all'autorità risposte dalle quali potrebbe emergere la propria responsabilità, sotto minaccia di una sanzione in caso di inottemperanza (si vedano le sentenze citate nell'ordinanza n. 117 del 2019 al punto 7.2. del Considerato in diritto); – che dagli artt. 47 e 48 CDFUE parrebbe parimenti doversi desumere un tale diritto, pur in assenza di una giurisprudenza in termini della Corte di giustizia.

3.3.– Rilevato, peraltro, che l'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 censurato costituisce specifica trasposizione dell'obbligo sancito dall'art. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE (poi sostituito, in

termini analoghi, dall'art. 30, paragrafo 1, lettera b, del regolamento UE n. 596/2014), con l'ordinanza n. 117 del 2019 questa Corte aveva ritenuto di dover sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte di giustizia la duplice domanda pregiudiziale, di interpretazione e di validità, letteralmente riportata supra (punto 7 del Ritenuto in fatto). Ciò allo scopo di chiarire, da un lato, se le citate disposizioni della direttiva 2003/6/CE e del regolamento (UE) n. 596/2014, anche alla luce degli artt. 47 e 48 CDFUE, possano essere interpretate nel senso di non vincolare gli Stati membri a sanzionare chi si rifiuti di rispondere a domande dell'autorità competente dalle quali possa emergere la propria responsabilità per un illecito punito con sanzioni amministrative di natura punitiva, esercitando così il proprio diritto al silenzio nell'ambito di tale procedimento; e dall'altro lato se, in caso di risposta negativa a tale prima domanda, le disposizioni in parola siano compatibili con i citati artt. 47 e 48 CDFUE. 3.4.– Nella propria sentenza D. B. contro Consob, la Corte di giustizia ha in sintesi risposto: – che, in forza del combinato disposto dell'art. 6, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea (TUE) e dell'art. 52, paragrafo 3, CDFUE, nell'interpretazione degli artt. 47 e 48 CDFUE occorre tenere conto dei diritti corrispondenti garantiti dall'art. 6 CEDU, come interpretato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo, in quanto soglia di protezione minima; – che, secondo la giurisprudenza della Corte EDU sull'art. 6 CEDU, il diritto al silenzio si trova al centro della nozione di equo processo; – che, «[t]enuto conto che la protezione del diritto al silenzio mira a garantire che, in una causa penale, l'accusa fondi la propria argomentazione senza ricorrere ad elementi di prova ottenuti mediante costrizione o pressioni, in spregio alla volontà dell'imputato [...], tale diritto risulta violato, segnatamente, in una situazione in cui un 15 sospetto, minacciato di sanzioni per il caso di mancata deposizione, o depone o viene punito per essersi rifiutato di deporre» (paragrafo 39); – che, d'altra parte, tale diritto «non può ragionevolmente essere limitato alle confessioni di illeciti o alle osservazioni che chiamino direttamente in causa la persona interrogata, bensì comprende anche le informazioni su questioni di fatto che possano essere successivamente utilizzate a sostegno dell'accusa ed avere così un impatto sulla condanna o sulla sanzione inflitta a tale persona» (paragrafo 40), ma al tempo stesso non può essere invocato a giustificazione di «qualsiasi omessa collaborazione con le autorità competenti, qual è il caso di un rifiuto di presentarsi ad un'audizione prevista da tali autorità o di manovre dilatorie miranti a rinviare lo svolgimento dell'audizione stessa» (paragrafo 41); – che il diritto in questione deve essere rispettato anche nell'ambito di procedure di accertamento di illeciti amministrativi, suscettibili di sfociare nell'inflizione di sanzioni amministrative di carattere sostanzialmente penale, come nel caso oggetto del procedimento a quo; – che tale conclusione «non trova smentita nella giurisprudenza della Corte [di giustizia] relativa alle norme dell'Unione in materia di concorrenza, da cui risulta, in sostanza,

che, nell'ambito di un procedimento inteso all'accertamento di una violazione di tali norme, l'impresa interessata può essere costretta a fornire tutte le informazioni necessarie relative ai fatti di cui essa può avere conoscenza e a fornire, ove occorra, i documenti pertinenti che siano in suo possesso, anche quando questi possano servire per dimostrare, segnatamente nei suoi confronti, l'esistenza di un comportamento anticoncorrenziale» (paragrafo 46). Ciò perché – da un lato – anche in tale contesto l'impresa non è comunque tenuta a fornire risposte in virtù delle quali essa si troverebbe a dover ammettere l'esistenza di una violazione siffatta, e perché – dall'altro – tale giurisprudenza concerne persone giuridiche, e «non può applicarsi per analogia quando si tratta di stabilire la portata del diritto al silenzio di persone fisiche» come il ricorrente nel giudizio a quo (paragrafo 48); – che nell'interpretazione delle norme del diritto derivato dell'Unione, deve essere sempre preferita «quella che rende la disposizione conforme al diritto primario anziché quella che porta a constatare la sua incompatibilità con quest'ultimo» (paragrafo 50); – che le disposizioni della direttiva 2003/6/CE e del regolamento (UE) n. 596/2014, oggetto dei quesiti di questa Corte, «si prestano ad una interpretazione conforme agli articoli 47 e 48 della Carta, in virtù della quale essi non impongono che una persona fisica venga sanzionata per il suo rifiuto di fornire all'autorità competente risposte da cui potrebbe emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative aventi carattere penale oppure la sua responsabilità penale» (paragrafo 55); – che, anzi, dal diritto al silenzio garantito dagli artt. 47 e 48 CDFUE, come sopra interpretati, discende l'obbligo, a carico degli Stati membri, di assicurare che una persona fisica non possa essere sanzionata in circostanze siffatte (paragrafo 57). 3.5.– L'interpretazione della Corte di giustizia appena riassunta collima, dunque, con la ricostruzione offerta da questa Corte della portata del diritto al silenzio 16 nell'ambito di procedimenti amministrativi che – come quello che ha interessato il ricorrente nel giudizio a quo – siano comunque funzionali a scoprire illeciti e a individuarne i responsabili, e siano suscettibili di sfociare in sanzioni amministrative di carattere punitivo. Tale diritto è fondato, assieme, sull'art. 24 Cost., sull'art. 6 CEDU e sugli artt. 47 e 48 CDFUE, questi ultimi nell'interpretazione che ne ha ora fornito la Corte di giustizia; e può essere ricavato altresì dall'art. 14, paragrafo 3, lettera g), PIDCP, laddove alla nozione di «reato» contenuta nell'incipit del paragrafo 3 venga assegnato un significato sostanziale, corrispondente a quello gradatamente individuato dalle due corti europee a partire dalla sentenza della Corte EDU 8 giugno 1976, Engel contro Paesi Bassi. Tutte queste norme, nazionali e sovranazionali, «si integrano, completandosi reciprocamente nella interpretazione» (sentenza n. 388 del 1999, nonché, di recente, sentenza n. 187 del 2019), nella definizione dello standard di tutela delle condizioni essenziali del diritto di difesa di fronte a un'accusa suscettibile di sfociare nell'applicazione di sanzioni a contenuto comunque punitivo, che non possono non comprendere il diritto – con le parole dell'art. 14, paragrafo 3, lettera g), PIDCP –

a «non essere costretto a deporre contro se stesso». 3.6.– Resta, a questo punto, soltanto da precisare la portata di tale diritto con riferimento alla specifica questione sottoposta a questa Corte, a fronte della prospettazione del giudice rimettente e delle allegazioni delle parti. Ritiene questa Corte, sulla base anche delle indicazioni fornite dalla Corte di giustizia in merito alla portata degli artt. 47 e 48 CDFUE, che sia incompatibile con il diritto al silenzio la possibilità di sanzionare una persona fisica la quale, richiesta di fornire informazioni alla CONSOB nel quadro dell'attività di vigilanza svolta da quest'ultima e funzionale alla scoperta di illeciti e alla individuazione dei responsabili, ovvero – a fortiori – nell'ambito di un procedimento sanzionatorio formalmente aperto nei suoi confronti, si sia rifiutata di rispondere a domande, formulate in sede di audizione o per iscritto, dalle quali sarebbe potuta emergere una sua responsabilità per un illecito amministrativo sanzionato con misure di carattere punitivo, o addirittura una sua responsabilità di carattere penale. Come ha chiarito la Corte di giustizia, non solo il diritto derivato dell'Unione non impone allo Stato italiano di applicare una simile sanzione, ma – anzi – la sua applicazione in un caso siffatto risulterebbe in contrasto con lo stesso diritto primario dell'Unione. Non può condividersi, in proposito, la lettura restrittiva del diritto al silenzio proposta dall'Avvocatura generale dello Stato nella sua memoria conclusiva, secondo cui l'operatività di tale garanzia andrebbe riservata al momento della decisione circa la sussistenza dell'illecito, o comunque ad un momento successivo alla contestazione formale di esso, quando l'autorità sia in grado di «valutare se le dichiarazioni doverosamente rese dall'incolpato siano utilizzabili al fine di accertare a sua carico una violazione sanzionata». Una tale lettura condurrebbe, infatti, a negare l'essenza stessa del diritto al silenzio, che consiste – precisamente – nel diritto di rimanere in silenzio, 17 ossia di non essere costretto – sotto minaccia di una sanzione, come quella comminata dalla disposizione in questa sede censurata – a rendere dichiarazioni potenzialmente contra se ipsum, e dunque a rispondere a domande dalle quali possa emergere una propria responsabilità. Tale garanzia deve potersi necessariamente esplicitare anche in una fase antecedente alla instaurazione del procedimento sanzionatorio, e in particolare durante l'attività di vigilanza svolta dall'autorità, al fine di scoprire eventuali illeciti e di individuarne i responsabili. Peraltro, come parimenti sottolineato dalla Corte di giustizia (paragrafo 41 della sentenza D. B. contro Consob) e come già questa Corte aveva rilevato nell'ordinanza n. 117 del 2019 (punto 4 del Considerato in diritto), il diritto al silenzio non giustifica comportamenti ostruzionistici che cagionino indebiti ritardi allo svolgimento dell'attività di vigilanza della CONSOB, come il rifiuto di presentarsi ad un'audizione prevista da tali autorità, ovvero manovre dilatorie miranti a rinviare lo svolgimento dell'audizione stessa. Né il diritto al silenzio potrebbe legittimare l'omessa consegna di dati, documenti, registrazioni preesistenti alla richiesta della CONSOB, formulata ai sensi dell'art. 187-octies,

commi 3 e 4, del d.lgs. n. 58 del 1998. 3.7.– Va dunque dichiarata l'illegittimità costituzionale dell'art. 187- quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nel testo introdotto dall'art. 9, comma 2, lettera b), della legge n. 62 del 2005 e vigente al momento del fatto addebitato al ricorrente nel processo a quo, nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato. 4.– Ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953, n. 87 (Norme sulla costituzione e sul funzionamento della Corte costituzionale), la dichiarazione di illegittimità costituzionale deve essere estesa, in via consequenziale, alle disposizioni dell'art. 187- quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 così come modificate, rispettivamente, dall'art. 24, comma 1, lettera c), del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese), convertito, con modificazioni, nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, e dall'art. 5, comma 3, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, recante «Attuazione della direttiva 2014/65/UE 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, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016». La prima modifica estende le sanzioni previste dalla norma alle condotte di mancata collaborazione con la Banca d'Italia, tra le quali deve ritenersi compresa anche la mancata risposta a domande formulate dalla stessa Banca d'Italia, che possano far emergere la responsabilità della persona fisica per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato. Anche rispetto a tale situazione, strutturalmente identica a quella della mancata risposta alle domande della CONSOB, non può non operare il medesimo diritto al silenzio, nei limiti sopra enucleati; onde la dichiarazione di illegittimità costituzionale che colpisce la disposizione nella versione vigente all'epoca dei fatti deve necessariamente colpire, in parte qua, anche la nuova formulazione introdotta dalla novella in parola. La seconda modifica ha precisato che il ritardo recato all'esercizio delle funzioni della Banca d'Italia e della CONSOB è sanzionato con riferimento alle sole funzioni «di vigilanza», ha aggiunto al novero delle condotte sanzionate quella di mancata cooperazione, e ha modificato la cornice edittale delle sanzioni, differenziando tra persone fisiche e persone giuridiche. Dal momento che il dato testuale risultante dalla novella lascia intatta la possibilità di sanzionare la persona fisica che si rifiuti di rispondere a domande formulate dalla Banca d'Italia o dalla CONSOB dalle quali possa emergere una sua responsabilità per un illecito amministrativo punito con sanzioni di natura punitiva, ovvero per un

reato, anche tale nuova formulazione deve essere dichiarata costituzionalmente illegittima in parte qua.

5.– Merita infine sottolineare che la decisione delle questioni di legittimità costituzionale ora sottoposte all'esame di questa Corte è unicamente incentrata sulla disposizione – l'art.187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998 – dalla quale discende l'obbligo di sanzionare anche chi si sia rifiutato di rispondere alle domande della Banca d'Italia e della CONSOB nell'esercizio del proprio diritto al silenzio, obbligo che la presente pronuncia dichiara costituzionalmente illegittimo. Spetterà poi primariamente al legislatore la più precisa declinazione delle ulteriori modalità di tutela di tale diritto – non necessariamente coincidenti con quelle che vigono nell'ambito del procedimento e del processo penale – rispetto alle attività istituzionali della Banca d'Italia e della CONSOB, in modo da meglio calibrare tale tutela rispetto alle specificità dei procedimenti che di volta in volta vengono in considerazione, nel rispetto dei principi discendenti dalla Costituzione, dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e dal diritto dell'Unione europea. PER QUESTI MOTIVI LA CORTE COSTITUZIONALE 1) dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, comma 2, lettera b), della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004), nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato; 2) dichiara, in via consequenziale, ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953, n. 87 (Norme sulla costituzione e sul funzionamento della Corte costituzionale), l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nel testo modificato dall'art. 24, comma 1, lettera c), del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese), convertito, con modificazioni, nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla Banca d'Italia o alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato; 3) dichiara, in via consequenziale, ai sensi dell'art. 27 della legge n. 87 del 1953, l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies del d.lgs. n. 58 del 1998, nel testo modificato dall'art. 5, comma 3, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, recante «Attuazione della direttiva 2014/65/UE 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, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa

nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016», nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla Banca d'Italia o alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato.

IL DIRITTO AL "SILENZIO" NEI CONFRONTI DELLA BANCA D'ITALIA E DELLA CONSOB *

(The right to "silence" against of the Bank of Italy and Consob)

SOMMARIO: 1. Il caso 2. La pronuncia della Corte di giustizia del febbraio 2021 3. Il diritto al silenzio affermato dalla Corte costituzionale 4. Conclusioni.

1. La questione giuridica sottesa alla pronuncia della Corte costituzionale trae origine dalla vicenda di un amministratore di società al quale nel 2012 la CONSOB ha inflitto due sanzioni pecuniarie, la prima di 200 mila euro per abuso di informazioni privilegiate, ai sensi dell' art. 187 - *bis*, comma 1, lettera a) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito t.u.f.) nella versione vigente all'epoca dei fatti, e la seconda di 100 mila euro per aver indotto una terza persona ad acquistare azioni della società in questione, essendo in possesso delle menzionate informazioni privilegiate (art. 187 - *bis* comma 1, lett. c) del t.u.f. sempre nella versione vigente all'epoca dei fatti), unitamente alla sanzione accessoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per la durata di 18 mesi (art. 187 - *quater*, comma 1, t.u.f.) e alla confisca per equivalente del profitto illecito o dei mezzi utilizzati per ottenerlo (art. 187 - *sexies*, t.u.f.). Il problema dei requisiti di onorabilità, peraltro, è fondamentale al fine di garantire la solidità degli operatori nel mercato di riferimento. Va tenuto in considerazione che il decreto del

*Contributo approvato dai revisori.

Ministero dell'economia e delle finanze n. 169 del 23 novembre 2020, recante il "Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti", ha abrogato e sostituito i precedenti decreti in materia di requisiti degli esponenti aziendali, ed in particolare, il d.m. 18 marzo 1998, n. 161 (per le banche) ed il d.m. 30 dicembre 1998, n. 516 (per gli intermediari finanziari). Il citato decreto ha riformato la disciplina dei requisiti per la nomina degli esponenti aziendali di banche ed intermediari finanziari rafforzando, in modo significativo, gli standard di idoneità di tali esponenti. Sono stati, infatti, elevati i requisiti di onorabilità e professionalità, già previsti dalla regolamentazione previgente, ed introdotti ulteriori profili di valutazione, come criteri di correttezza e competenza, indipendenza di giudizio, adeguata composizione, disponibilità di tempo, limiti al cumulo di incarichi, rispetto a situazioni che, per loro natura, richiedono una valutazione caso per caso, tenendo in considerazione la dimensione e complessità operativa dell'ente di riferimento¹.

Quel che più interessa ai fini della sentenza in considerazione è che con il medesimo provvedimento l'Autorità ha irrogato una sanzione pecuniaria dell'importo di 50 mila euro per l'illecito amministrativo previsto dall'art. 187 - *quinquiesdecies* del t.u.f. in quanto lo stesso soggetto, convocato in qualità di persona informata sui fatti, si rifiutava di rispondere alle domande che gli erano indirizzate. L'amministratore sanzionato ha impugnato la decisione, sostenendo, tra l'altro, l'illegittimità della sanzione irrogatagli ai sensi del menzionato art. 187 - *quinquiesdecies* t.u.f. ritenendo di aver semplicemente esercitato il diritto costituzionale di non rispondere a domande da cui sarebbe potuta emergere la propria responsabilità, in modo evidentemente

¹Per approfondimenti sul tema cfr. ROSSANO-MASERA, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Riv. trim.dir. economia*, n. 2/2021.

conforme al principio *nemo tenetur se detegere*². La Corte di cassazione³, investita del caso, ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 187 - *quinquiesdecies* del t.u.f. Tale articolo prevede appunto una sanzione di 50 mila euro a carico di chi "non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia o della Consob", non prevedendo alcuna eccezione in favore di chi sia già sospettato di aver commesso un illecito.

2. La Corte costituzionale, investita della questione di legittimità costituzionale, a sua volta, ha rimesso alcune questioni pregiudiziali alla Corte di giustizia dell'Unione europea UE⁴ al fine di verificare se ai sensi del diritto comunitario l'obbligo di sanzionare la mancata collaborazione con le autorità di vigilanza sui mercati finanziari valesse anche nei confronti del soggetto a cui è contestato il compimento di un illecito e se in questo caso sussista il diritto al silenzio.

La Grande sezione della Corte di giustizia si è espressa con la sentenza del 2 febbraio 2021 (causa C - 481/2019).

Dopo aver dichiarato ricevibili le questioni pregiudiziali⁵, ha chiarito come la

²La formulazione del principio risale ad una massima di Thomas Hobbes. Più approfonditamente sull'origine del principio nel diritto inglese a C. VETTORI, *Il diritto al silenzio nell'ordinamento inglese e la giurisprudenza della Corte europea*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, 1563 e ss; E. M. CATALANO, *Diritto al silenzio, right not to be questioned e tutela dalla autoincriminazione*. Note storico-comparative, in *Cass. pen.*, 2011, 4018 ss.

³Cass. civ. sez. II, ordinanza del 16 febbraio 2018, n. 3831.

⁴Corte cost., ordinanza n. 117 del 2019. La questione di legittimità costituzionale è stata sollevata: per quanto attiene all'ambito interno, in relazione agli artt. 24, co. 2 Cost., 111, co. 2 Cost.; con riferimento all'ambito sovranazionale ed europeo, in rapporto all'art. 6 CEDU, all'art. 14 del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici e agli artt. 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, questi ultimi pure suscettibili di determinare l'illegittimità costituzionale della disposizione censurata in forza degli artt. 11 e 117, primo comma, Cost. In tale contesto dunque non verrebbero in rilievo gli artt. 13 e 27, co. 2 Cost. in quanto applicabili solo ai procedimenti penali in senso stretto.

⁵La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione degli artt. 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea nonché sull'interpretazione e sulla validità dell'art. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE del parlamento europeo e del consiglio, del 28 gennaio, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU 2003, L 96, pag. 16), e dell'articolo 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento

Corte costituzionale abbia ritenuto di doversi pronunciare sulla costituzionalità dell'art. 187-*quinquiesdecies* t.u.f. non soltanto nella sua versione in vigore alla data dei fatti di cui al procedimento principale⁶, ma anche nella sua versione attualmente in vigore⁷. La dichiarazione di incostituzionalità della prima ha, infatti, incidenza anche sulla validità della seconda, e di conseguenza anche la richiesta di interpretazione di quest'ultima possiede un rapporto con l'oggetto del procedimento principale.

La Corte precisa anche che, sebbene la questione sia stata sollevata solo in relazione agli artt. 47 e 48 della Carta di Nizza che sanciscono il diritto a che la propria causa sia esaminata equamente nonché la presunzione di innocenza, la domanda pregiudiziale appaia riferita anche ai diritti previsti dall'art. 6 Cedu⁸.

Nello specifico, l'art. 47, co. 2 della Carta possiede un contenuto analogo all'art. 6, par. 1 Cedu, mentre l'art. 48 della Carta è interamente sovrapponibile all'art. 6, parr. 2 e 3 Cedu⁹, con la conseguenza che nell'interpretazione degli artt. 47 e 48 la Corte è

sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6 e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU 2014, L 173, pag. 1).

⁶«Fuori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, chiunque non ottempera nei termini alle richieste della CONSOB ovvero ritarda l'esercizio delle sue funzioni è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila ad euro duecentomila», introdotto in sede di trasposizione dell'art. 14, par. 3, dir. 2003/6.

⁷«Fuori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, è punito ai sensi del presente articolo chiunque non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob, ovvero non coopera con le medesime autorità al fine dell'espletamento delle relative funzioni di vigilanza, ovvero ritarda l'esercizio delle stesse», per effetto della modifica introdotta dal decreto legislativo del 3 agosto 2017, n. 129 che dà attuazione all'articolo 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento n. 596/2014.

⁸ Va precisato che l'Unione europea non ha ancora aderito alla Convenzione, ma i diritti fondamentali riconosciuti dalla Cedu fanno infatti parte dei principi generali dell'Unione. In questo senso art. 6, par. 3, TUE «I diritti fondamentali, garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali e risultanti dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, fanno parte del diritto dell'Unione in quanto principi generali». Al fine, inoltre, di garantire una necessaria coerenza, i diritti riconosciuti dalla Carta di Nizza corrispondenti a quelli garantiti dalla Cedu hanno un significato ed una portata identica a questi in ossequio a quanto disposto dall'art. 52, par. 3 della Carta: «Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta Convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa».

⁹L'art. 47, co. 2 Carta di Nizza stabilisce che «Ogni persona ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un giudice indipendente e imparziale, precostituito per legge. Ogni persona ha la facoltà di farsi consigliare, difendere e rappresentare».L'articolo in parte coincide con l'art. 6, par. 1 Cedu «Ogni persona ha diritto a che la

chiamata a tenere conto dell'art. 6 Cedu così come interpretato dalla giurisprudenza della stessa Corte di giustizia¹⁰.

Richiamando tale giurisprudenza, la Corte chiarisce come il “diritto al silenzio” rappresenti una norma di diritto internazionale generalmente riconosciuta la quale, seppur non menzionata espressamente dall'art. 6 Cedu, possiede un ruolo centrale nella nozione di equo processo¹¹.

Il diritto in esame risulterebbe violato se un soggetto sospettato di aver commesso un illecito venisse punito in caso di mancata collaborazione, ma, affinché possa essere invocato, occorre che si tratti di procedure suscettibili di condurre alla applicazione di sanzioni amministrative aventi carattere penale.

Questa valutazione, da compiersi mediante l'applicazione dei criteri forniti dalla giurisprudenza Cedu, è rimessa in linea di principio al giudice del rinvio.

Nell'ambito della motivazione, tuttavia, la Corte ha comunque dato atto di come, tanto sulla scorta dei propri precedenti, quanto sulla base della giurisprudenza Cedu,

sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un tribunale indipendente e imparziale, costituito per legge, il quale deciderà sia delle controversie sui suoi diritti e doveri di carattere civile, sia della fondatezza di ogni accusa penale che le venga rivolta. La sentenza deve essere resa pubblicamente, ma l'accesso alla sala d'udienza può essere vietato alla stampa e al pubblico durante tutto o parte del processo nell'interesse della morale, dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale in una società democratica, quando lo esigono gli interessi dei minori o la protezione della vita privata delle parti in causa, o nella misura giudicata strettamente necessaria dal tribunale, quando in circostanze speciali la pubblicità può pregiudicare gli interessi della giustizia». Dall'altro l'art. 48 della Carta di Nizza « Ogni imputato è considerato innocente fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente provata. 2. Il rispetto dei diritti della difesa è garantito ad ogni imputato» ricalca l'art. 6, par. 2 e 3 Cedu: «2. Ogni persona accusata di un reato è presunta innocente fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente accertata. 3. In particolare, ogni accusato ha diritto a : a) essere informato, nel più breve tempo possibile, in una lingua a lui comprensibile e in un modo dettagliato, della natura e dei motivi dell'accusa elevata a suo carico; b) disporre del tempo e delle facilitazioni necessarie a preparare la sua difesa; c) difendersi personalmente o avere l'assistenza di un difensore di sua scelta e, se non ha i mezzi per retribuire un difensore, poter essere assistito gratuitamente da un avvocato d'ufficio, quando lo esigono gli interessi della giustizia; d) esaminare o far esaminare i testimoni a carico ed ottenere la convocazione e l'esame dei testimoni a discarico nelle stesse condizioni dei testimoni a carico; e farsi assistere gratuitamente da un interprete se non comprende o non parla la lingua usata all'udienza».

¹⁰In particolare, sentenze del 21 maggio 2019, Commissione/Ungheria (Usufrutti su terreni agricoli), C-235/17, EU:C:2019:432, punto 72; del 6 ottobre 2020, La Quadrature du Net e a., C-511/18, C-512/18 e C-520/18, EU:C:2020:791, punto 124, nonché del 17 dicembre 2020, Centraal Israëlitisch Consistorie van België e a., C-336/19, EU:C:2020:1031, punto 56

¹¹Sul punto Corte EDU, 8 febbraio 1996, *John Murray c. Regno Unito*.

possa essere riconosciuta una natura penalistica a talune delle sanzioni amministrative irrogate dalla Consob e di come da tale qualificazione derivi l'applicazione delle garanzie riconosciute dagli artt. 47, co. 2 e 48 della Carta di Nizza tra le quali rientra anche il diritto al silenzio.

Una simile conclusione non è neppure smentita dall'orientamento secondo cui in materia di concorrenza l'impresa possa essere costretta a fornire tutte le informazioni relative ai fatti di cui la stessa dispone¹². Quella stessa giurisprudenza aveva infatti chiarito come, in ogni caso, l'impresa non possa essere obbligata a fornire risposte dalle quali potrebbe derivare una propria responsabilità. Trattandosi, inoltre, di procedimenti esperiti nei confronti di imprese o associazioni di imprese, tali principi giurisprudenziali non possono essere applicati analogicamente alle persone fisiche¹³.

3. L'art. 187-*quinquiesdecies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nella versione applicabile *ratione temporis* ai fatti di cui era causa nel procedimento che ha dato corso

¹²In tal senso CGUE sentenze del 18 ottobre 1989, Orkem/Commissione, 374/87; del 29 giugno 2006, Commissione/SGL Carbon, C-301/04 e del 25 gennaio 2007, Dalmine/Commissione, C-407/04.

¹³La Corte si è soffermata anche sulla interpretazione dell'art. 14, par. 3, della direttiva 2003/6 e dell'art. 30, par. 1, lett. b), del regolamento n. 596/2014 al fine di vagliarne la validità alla luce degli artt. 47 e 48 della Carta. A tal fine, precisa che ove il testo del diritto derivato dall'Unione si presti a più interpretazioni, occorre dare preferenza a quella che lo rende conforme al diritto primario.

Così, con riferimento all'art. 14, par. 3, della direttiva 2003/6, sebbene la formulazione della disposizione nella parte in cui invita gli Stati membri a fissare le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini si presti ad includere anche le ipotesi in cui il soggetto si rifiuti per non fare emergere la propria responsabilità penale o per un illecito punibile con sanzioni amministrative aventi carattere penale, l'obbligo di interpretazione conforme induce a preferire l'opzione ermeneutica secondo cui tali casi si collochino fuori dal perimetro applicativo della norma.

In maniera analoga l'art. 30, par. 1, lett. b), del regolamento n. 596/2014, pur obbligando gli Stati a provvedere affinché le Autorità competenti possano esercitare i propri poteri di controllo e di indagine - inclusa la richiesta informazioni anche a coloro che abbiano partecipato alle operazioni di cui trattasi - , non impone l'applicazione di sanzioni alle persone fisiche che si rifiutino di collaborare in ragione della possibile emersione di una loro responsabilità penale o per un illecito amministrativo punito con sanzioni penali.

La Corte conclude nel senso che l'art. 14, par. 3 della direttiva 2003/6 e l'art. 30 par. 1 lett. b), del regolamento n. 596/2014, interpretati alla luce degli articoli 47 e 48 della Carta, consentano agli Stati membri di non sanzionare una persona fisica la quale, nell'ambito di un'indagine, si rifiuti di fornire all'autorità competente risposte che possano far emergere la propria responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative aventi carattere penale oppure per un illecito penale.

alla pronuncia della Corte, come detto, prevedeva che, fuori dai casi previsti dall'art. 2638 c.c., chiunque non ottemperi nei termini alle richieste della Consob, ovvero ritardi l'esercizio delle sue funzioni, sia punibile con la sanzione amministrativa pecuniaria da 50.000 euro a un milione di euro.

Il tenore letterale della disposizione rende possibile estendere la sanzione anche all'ipotesi in cui l'audizione sia disposta nei confronti di colui che sia già individuato dalla Consob, sulla base delle informazioni in proprio possesso, come il possibile autore di un illecito il cui accertamento ricade entro la sua competenza.

La Corte Costituzionale, già con l'ordinanza n. 117 del 2019, ha affermato come il diritto al silenzio dell'imputato, pur non godendo di espresso riconoscimento costituzionale, rappresenti un corollario essenziale dell'inviolabilità del diritto di difesa, riconosciuto dall'art. 24 Cost., garantendo nel procedimento penale all'imputato la possibilità di rifiutare di sottoporsi all'esame testimoniale e, più in generale, di avvalersi della facoltà di non rispondere alle domande del giudice o dell'autorità competente per le indagini.

Con la sentenza n. 84 del 30 aprile di quest'anno la Corte costituzionale ha sottolineato che l'interpretazione della disciplina comunitaria fornita dalla Corte di giustizia è allineata alla lettura del diritto al silenzio che la stessa Corte italiana aveva offerto nel proprio rinvio pregiudiziale, in armonia con le indicazioni provenienti dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e del Patto Internazionale dei diritti civili e politici.

La Corte ha anche affermato che le singole garanzie costituzionali previste per la materia penale si estendono anche ai procedimenti amministrativi funzionali all'irrogazione di sanzioni di natura punitiva.

La stessa Corte EDU ha espressamente esteso il diritto al silenzio desumibile dall'art. 6 CEDU, anche all'ambito dei procedimenti amministrativi, riconoscendo in particolare il diritto di chiunque sia sottoposto a un procedimento che potrebbe sfociare nella irrogazione di sanzioni di carattere punitivo a non essere obbligato a

fornire all'autorità risposte dalle quali potrebbe emergere la propria responsabilità, sotto minaccia di una sanzione in caso di inottemperanza. E' proprio, peraltro, nel campo delle infrazioni attribuite alla cognizione della Consob che il tema dell'applicabilità delle garanzie apprestate dal diritto e dalla procedura penale è diventato di grande attualità, dopo la condanna dell'Italia da parte della Corte di Strasburgo nel caso Grande Stevens.

Appare incompatibile, secondo i giudici delle leggi, con il diritto al silenzio la possibilità di sanzionare una persona fisica la quale, richiesta di fornire informazioni alla Consob nel quadro dell'attività di vigilanza svolta da quest'ultima e funzionale alla scoperta di illeciti e alla individuazione dei responsabili, ovvero nell'ambito di un provvedimento sanzionatorio formalmente aperto nei suoi confronti, si sia rifiutata di rispondere a domande formulate in sede di audizione o per iscritto, dalle quali sarebbe potuta emergere una sua responsabilità per un illecito amministrativo sanzionato con misure di carattere punitivo, o addirittura una sua responsabilità di carattere penale. La Corte ha, tuttavia, precisato che il diritto al silenzio non può in alcun modo giustificare comportamenti ostruzionistici fonte di indebiti ritardi allo svolgimento dell'attività di vigilanza, come il rifiuto di presentarsi ad un'audizione, ovvero manovre dilatorie finalizzate a rinviare lo svolgimento della stessa audizione, oppure l'omessa consegna di dati, documenti, registrazioni preesistenti alla richiesta dell'autorità.

In conclusione ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*quinqüiesdecies* del t.u.f., nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla Consob risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato.

4. Nell'attuale contesto penalistico il principio *nemo tenetur se detegere* rappresenta un presupposto irrinunciabile del modello di processo di impianto

accusatorio in cui la deposizione dell'imputato è sottoposta a regole precise, tutte finalizzate ad evitare che questi diventi accusatore di sé stesso in spregio al riconoscimento del valore della dignità umana.

L'unico attuale riferimento normativo ad esso espressamente riferito sia contenuto nell'art. 14, par. 3, lett. g) del Patto internazionale sui diritti civili e politici del 1966 nella parte in cui sancisce, appunto, il diritto di ciascun accusato a non essere costretto a deporre contro sé stesso o a confessarsi colpevole. In verità, ad un esame più approfondito non sfugge come il principio in esame possa essere considerato immanente al complessivo sistema costituzionale e europeo come confermato dall'ordinanza di rimessione alla Corte Costituzionale nel cui contesto la questione di legittimità costituzionale è stata sollevata in relazione ad una pluralità di parametri; i quali peraltro, in ragione della natura amministrativa del provvedimento di cui si trattava, risultano solo in parte coincidenti con quelli fondanti il diritto al silenzio in ambito penale.

In particolare il diritto al silenzio rappresenta senz'altro un corollario dell'inviolabilità del diritto di difesa di cui all'art. 24 Cost., che gode del rango di principio fondamentale ed è idoneo ad integrare un controlimite nei rapporti con l'ordinamento europeo¹⁴. Un ulteriore fondamento si rinviene nel principio di non colpevolezza ex art. 27, co. 2 Cost., inteso come principio cardine del processo penale che, nell'orientare l'intera attività processuale, osta alla imposizione di un dovere di cooperazione da parte dell'imputato stesso. Inoltre, dalla nozione di equo processo di cui all'art. 111 Cost., e dal conseguente principio di parità delle parti, si ricava la regola secondo cui l'imputato non può essere costretto a rivelare al proprio accusatore elementi dai quali emerge la propria responsabilità.

¹⁴C. AMALFITANO (a cura di), *Primato del diritto dell'Unione Europea e controlimiti alla prova della "Saga Taricco"*, Milano, 2018; M. LUCIANI, *Intelligenti Pauca. Il Caso Taricco Torna (catafratto) a Lussemburgo*, in *giur.cost.*, fasc.1, 2017, pag. 535; A. Anzon Demming, *La Corte Costituzionale è ferma sui controlimiti, ma rovescia sulla Corte Europea di Giustizia l'onere di farne applicazione, bilanciando esigenze Europee e istanze identitarie degli Stati Membri*, in *Giurisprudenza Costituzionale*, fasc.1, 2017, pag. 507; A. Celotto – T. Groppi, *Diritto UE e diritto nazionale: primauté vs controlimiti*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, fasc.6, 2004, pag. 1309.

Nel contesto europeo, come visto poco sopra, un appiglio normativo si ricava da un lato dall'art. 47, co. 2 della Carta di Nizza, che sancisce il diritto al giusto processo; dall'altro, dall'art. 48 della stessa Carta, che consacra il principio di presunzione di innocenza e il diritto di difesa; previsioni attuate dalla direttiva (UE) 2016/343 dettata al fine di rafforzare taluni aspetti della presunzione d'innocenza.

Infine, a livello internazionale il diritto al silenzio costituisce uno degli elementi fondamentali su cui si erge la nozione di equo processo di cui all'art. 6 Cedu, così come più volte chiarito dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo.

Sulla scorta di siffatto apparato normativo, non stupisce che già la Corte Costituzionale nell'effettuare il rinvio pregiudiziale e poi nella sentenza abbia mostrato di propendere per l'applicazione del diritto al silenzio anche ai procedimenti sanzionatori aventi natura "punitiva" tra i quali rientrano, per l'appunto, quelli previsti dall'ordinamento italiano in materia di abuso di informazioni privilegiate. Del resto anche la Corte di giustizia ha aderito all'ormai consolidata tesi interpretativa volta a riconoscere alle sanzioni amministrative lo statuto proprio delle pene, orientamento nato in ambito internazionale, in particolare ad opera della Corte europea dei diritti umani che, a far data dal famoso caso *Engel and Others v. the Netherlands* 8 giugno 1976, aderiva ad una nozione sostanzialistica di «materia penale». Secondo il ragionamento della Corte di Strasburgo, le garanzie derivanti dagli artt. 6 e 7 della Cedu dovrebbero essere riconosciute non solo agli illeciti penali in senso proprio, ma altresì a quelli che, pur presentando una forma extrapenale, e dunque amministrativa, possedano nella sostanza una connotazione penalistica.

Marina Chiarelli

Dottore di ricerca in "Istituzioni, mercato, garanzie e tutela dell'individuo" presso l'Università degli Studi dell'Aquila

CASSAZIONE CIVILE
N. 11583 DEL 15 GIUGNO 2020

FATTO

Con atto del notaio Z.L., in data 16 febbraio 2009, la Banca Popolare di Sondrio soc. coop. p.a. cedeva pro soluto alla Nazionale Fiduciaria s.p.a., poi diventata Aletti Fiduciaria s.p.a., al prezzo di Euro 400.000,00, taluni crediti vantati nei confronti della SI.VI. Invest s.r.l. per il valore di Euro 1.752.065,81. I crediti erano garantiti da ipoteche immobiliari iscritte presso i registri immobiliari di Brescia, Breno e Tempio Pausania. Al momento della presentazione dell'annotazione di surroga a margine delle suddette ipoteche emergeva che quelle iscritte presso i registri di Brescia e Breno erano state cancellate rispettivamente nel 2003 e nel 2001, all'esito dell'espropriazione forzata sugli immobili ipotecati avviata dalla stessa Banca Popolare di Sondrio.

La Aletti Fiduciaria adiva, quindi, il Tribunale di Brescia, adducendo un comportamento doloso della Banca, ai sensi dell'art. 1440 c.c., e chiedendo, in subordine, il risarcimento del danno per inadempimento.

La Banca convenuta si costituiva per resistere alle domande della cessionaria dei crediti. Inoltre, chiedeva ed otteneva di essere autorizzata a chiamare in causa il notaio Z., nei cui confronti proponeva domanda di manleva per il caso di soccombenza. In particolare, deduceva che il professionista aveva omesso di far risultare dall'atto di cessione la successiva cancellazione delle ipoteche.

Lo Z., costituitosi in giudizio, chiedeva il rigetto della domanda proposta nei suoi confronti dalla Banca.

Il Tribunale, accogliendo parzialmente la domanda della Aletti Fiduciaria, condannava la Banca al pagamento della somma di Euro 290.001,87, oltre accessori, ma rigettava la domanda proposta da quest'ultima nei confronti dello Z.

La Banca Popolare di Sondrio appellava la decisione in relazione all'affermazione della sua responsabilità nei confronti della Aletti Fiduciaria e, in via subordinata, relativamente al rigetto della domanda di manleva nei confronti del notaio.

L'Aletti Fiduciaria proponeva appello incidentale, insistendo per l'integrale accoglimento della propria domanda.

Lo Z., invece, chiedeva la conferma della sentenza impugnata.

La Corte d'Appello di Brescia accoglieva l'appello principale limitatamente alla domanda subordinata di manleva e, quindi, condannava lo Z. a tenere indenne la Banca da quanto dovuto alla Aletti Fiduciaria.

Rigettava per il resto l'appello principale e quello incidentale.

Avverso detta sentenza Z.L. ricorre per cassazione con cinque motivi. La Banca Popolare di Sondrio soc. coop. p.a. ha resistito con controricorso ed ha proposto ricorso incidentale articolato in tre motivi. La Aletti Fiduciaria s.p.a. non ha svolto attività difensiva. Le parti costituite hanno depositato memorie ai sensi dell'art. 378 c.p.c.

DIRITTO

1. Poiché il capo della sentenza impugnata relativo alla domanda di manleva proposta dalla Banca nei confronti dello Z. (oggetto del ricorso principale) presuppone l'accertamento della responsabilità della prima nei confronti della Aletti Fiduciaria, è necessario esaminare dapprima il ricorso incidentale: nell'ipotesi di accoglimento dello stesso verrebbe, infatti, meno l'interesse sotteso al ricorso principale.

2. Con il primo motivo del ricorso incidentale si denuncia "la nullità della sentenza" ex art. 360 c.p.c., comma 1, n. 3 con riferimento agli artt. 1362,1388,1391,1703 e 1704 c.c. In realtà, il motivo è evidentemente volto a denunciare, piuttosto che un error in procedendo, una violazione di legge e in tal senso deve essere reinterpreto.

Le censure riguardano la sentenza impugnata nella parte in cui ha escluso rilevanza alla fase delle trattative condotte da tale R.G., al quale - secondo quanto sostiene la Banca era stato inviato un prospetto delle somme ricavate dalla vendita forzata degli immobili ipotecati. Poiché il R. agiva quale mandatario con rappresentanza della cessionaria, l'inesistenza delle ipoteche di Brescia e Breno sarebbe stata debitamente portata a conoscenza della Aletti Fiduciaria già nella fase delle trattative precontrattuali. Diversamente ragionando, la Corte d'appello avrebbe violato l'art. 1362 c.c., essendosi fermata al solo criterio di interpretazione letterale del contratto.

Il motivo è inammissibile.

La Corte d'appello ha rilevato che "è pacifico che le trattative sono state condotte con altro soggetto, per cui quanto intercorso nelle medesime non può essere opposto alla appellata Aletti dato che, come è stato accertato in sentenza, con statuizione che non essendo stato oggetto di gravame deve ritenersi coperta da giudicato, essa si è presentata alla controparte solo in sede di stipula". Dunque, secondo quanto emerge dalla sentenza impugnata, l'estraneità della Aletti Fiduciaria alle trattative condotte dal R. e, di conseguenza, la circostanza che quest'ultimo non avesse capacità di rappresentare la società cessionaria, costituiscono oggetto di uno specifico accertamento compiuto dal giudice di primo grado non devoluto alla Corte d'appello, in difetto di apposito motivo di gravame.

L'accertamento del giudicato interno non risulta posto in discussione dal ricorso incidentale in esame.

Una simile censura si sarebbe dovuta articolare denunciando la violazione dell'art. 112 c.p.c. e riproducendo la parte dell'atto di appello che conteneva il motivo di gravame non considerato dalla corte territoriale. L'irreversibilità di tale accertamento rende, quindi, inammissibile la doglianza che si basa sul ruolo sostanziale svolto dal R. nella fase delle trattative.

3.1 Con il secondo motivo del ricorso incidentale, replicando il medesimo errore di prospettazione del primo motivo, si denuncia un'ulteriore causa di "nullità della sentenza" ex art. 360 c.p.c., comma 1, n. 3, con riferimento agli artt. 2697 e 1223 c.c. Anche in questo caso si tratta, piuttosto, della violazione o errata applicazione della legge in relazione alla distribuzione dell'onere della prova in tema di danno.

La controricorrente censura la sentenza d'appello nella parte in cui non ha tenuto in conto l'esistenza della terza ipoteca, quella iscritta presso la conservatoria dei registri immobiliari di Tempio Pausania. Ciò determinerebbe un difetto di prova circa la sussistenza del danno, che si sarebbe potuta affermare solo ove fosse stato accertato che quell'ipoteca avesse avuto valore inadeguato alla soddisfazione dell'intero credito ceduto.

Si tratta della riproposizione di una questione già prospettata fra i motivi di appello, che la corte territoriale ha liquidato osservando: "dal momento che il cedente ha garantito la esistenza di una pluralità di ipoteche, il danno potrebbe escludersi solo nel caso in cui l'immobile di Tempio Pausania avesse avuto un valore adeguato alla intera soddisfazione del credito; ma tale circostanza non è stata neppure affermata dalla difesa della Banca Popolare di Sondrio, per cui diviene superflua ogni indagine sul punto".

Ad avviso della Banca ricorrente incidentale, in tal modo la Corte d'appello avrebbe violato i criteri legali di ripartizione dell'onere della prova, poichè grava sull'attore che agisce per il risarcimento del danno conseguente l'inadempimento contrattuale dimostrare il pregiudizio effettivo incidente nella sua sfera patrimoniale.

3.2 In sostanza, la questione direttamente sottoposta a questa Corte concerne gli oneri probatori, in punto di dimostrazione del danno, a carico del cessionario del credito che intenda agire contro il cedente perchè il credito ceduto non è assistito dalle garanzie promesse.

Tale quesito, a sua volta, sottintende altre due questioni: anzitutto, se il cessionario del credito possa agire nei confronti del cedente, per mancanza delle garanzie promesse, prima ancora di escutere il debitore ceduto; in secondo luogo, qualora a tale domanda si risponda affermativamente, in cosa consiste il danno del cessionario cui sia stato ceduto un credito vero, ma non garantito nel modo indicato dal cedente.

3.3 Giova, a questo punto, osservare che non risulta che la società cessionaria abbia chiesto in giudizio la

risoluzione del contratto e la retrocessione dei crediti, ma solo il risarcimento del danno; e che il Tribunale, conformemente alla domanda così formulata, ha condannato la banca cedente al pagamento della somma di Euro 290.001,87, ma non ha pronunciato la risoluzione della cessione.

La ricorrente incidentale, tuttavia, non chiarisce a quale titolo sia stata comminata la condanna. Può solo ipotizzarsi, ma sul punto il ricorso è lacunoso, che si tratti della determinazione del danno risarcibile.

Se così fosse, mancherebbe altresì la specificazione di quale sia stato il percorso attraverso il quale il Tribunale sia pervenuto al risultato di tale liquidazione. Potrebbe ipotizzarsi che la somma come sopra determinata sia pari alla differenza fra il valore nominale del credito ceduto e quanto effettivamente riscosso dalla cessionaria. Ma una simile conclusione è contraddetta dalla Corte d'appello, la quale sostiene che la liquidazione del danno da parte del Tribunale sarebbe stata effettuata in via equitativa. In realtà, l'importo liquidato costituisce evidentemente il frutto di un calcolo aritmetico ben preciso, dato che comprende le unità e addirittura i decimali. Ad ogni modo, anche su questo profilo il ricorso è del tutto impreciso.

Non è chiaro, poi, se i crediti oggetto di cessione siano stati forzatamente escussi dalla Aletti Fiduciaria e se, nella liquidazione del danno, si sia tenuto conto dell'esito dell'esecuzione forzata. Pure su questo punto il ricorso è assolutamente carente. Un indizio in tal senso può trarsi solo dalla lettura della sentenza impugnata, ove si fa riferimento all'importo delle spese del processo esecutivo.

Infine, la sentenza impugnata fa chiarezza anche su un altro aspetto del quale non si fa alcuna menzione nel ricorso incidentale: i beni oggetto di ipoteca "inesistente" "erano stati trasferiti nell'ambito di un (altro) procedimento di esecuzione immobiliare"; in particolare, pare che sia stata la stessa cedente (Banca Popolare di Sondrio) ad aver azionato quelle ipoteche, prima ancora della cessione del credito.

In mancanza dell'esatta indicazione di elementi così decisivi, il motivo deve essere dichiarato inammissibile per insufficiente esposizione dei fatti di causa e difetto di specificità (art. 366 c.p.c., comma 1, nn. 3 e 6). L'omissione di tali informazioni impedisce, infatti, a questa Corte di valutare la fondatezza della prospettata censura. Nè per colmare la carenza di requisiti di ammissibilità del ricorso è possibile attingere ad altre fonti o atti processuali, compresa la stessa sentenza impugnata (Sez. U, Sentenza n. 11653 del 18/05/2006, Rv. 588770 - 01; Sez. 6 - 3, Sentenza n. 16103 del 02/08/2016, Rv. 641493 - 01).

3.4 Sebbene il motivo sia, per le ragioni esposte, inammissibile, lo stesso prospetta una questione di diritto che, per la particolarità della stessa e il suo carattere di novità, merita di essere esaminata nell'interesse della legge, ai sensi dell'art. 363 c.p.c., comma 3. Il primo nodo da sciogliere concerne la possibilità per il cessionario di un credito di agire per inadempimento nei confronti del cedente, quando

il credito non risulta assistito dalle garanzie reali promesse, ancor prima dell'escussione del debitore garantito. A tale quesito occorre dare risposta affermativa.

Poichè la garanzia reale costituisce un diritto autonomo, ancorchè collegato, rispetto al credito ceduto, non vi è dubbio che il creditore cedente che trasferisce al cessionario un credito e, con esso, tre ipoteche, di cui due risultano però estinte perchè già escusse, si è reso inadempiente degli impegni contrattualmente assunti. Tale inadempimento è suscettibile di determinare al cessionario un danno autonomo rispetto a quello derivante dall'inadempimento.

Infatti, il diritto di credito ha un "valore di circolazione", in quanto può essere costituito in pegno, cartolarizzato, portato allo sconto, anticipato, ceduto, ecc. Detto "valore di circolazione" dipende non solo dall'importo nominale del credito, ma anche dal grado di solvibilità del debitore e dei suoi garanti (o delle sue garanzie reali) e dal tempo in cui sarà riscosso.

In matematica finanziaria il valore di circolazione del credito si ottiene sottraendo dal suo valore nominale la "loss given default" (LGD), ossia la perdita attesa in caso di inadempienza. La determinazione del rischio di insolvenza dipende, ovviamente, anche dall'entità delle garanzie offerte e, quindi, risulta maggiore per i crediti chirografari e minore per quelli ipotecari. In realtà, con particolare riferimento ai crediti ipotecari, l'entità della LGD dipende dal tempo che occorrerà per liquidare l'immobile costituito in garanzia (time to liquidate, TTL) e dal ricavato della vendita forzata o (recovery rate, RR).

In sostanza, il valore di circolazione del credito è un valore prospettico, predittivo, che esprime l'utilità che il creditore può trarre dalle vicende circolatorie del suo diritto e prescinde dalla misura e dal momento dell'effettiva riscossione, in quanto viene in rilievo in un tempo necessariamente antecedente a quello in cui il credito viene incassato.

Queste sommarie (e, per ciò stesso, necessariamente approssimative) nozioni di elaborazione di base per l'elaborazione di un modello di rischio da inadempimento mettono chiaramente in evidenza che l'inesistenza o l'invalidità di una garanzia ipotecaria (così come di un pegno o di una fideiussione) incidono considerevolmente sul valore di circolazione del credito, giacchè, in caso di inadempienza del debitore, rendono meno sicuri i tempi e la misura della riscossione forzata.

Ne deriva, da un lato, che il cessionario può agire nei confronti del cedente che ha ceduto un credito in realtà sprovvisto delle garanzie promesse, senza bisogno di attendere l'esito della escussione del debitore ceduto, in quanto tale inadempienza è, di per sè, immediatamente causativa di un danno attuale al valore di circolazione del credito. Dall'altro, che il danno così cagionato deve essere parametrato, con giudizio necessariamente equitativo, alla misura in cui l'accresciuta prevedibile perdita

in caso di insolvenza ha ridotto il valore di circolazione del credito. In altri termini, occorrerà ponderare la misura della probabilità in cui il debitore si renderà inadempiente e, nell'ambito di questa probabilità, prevedere quanto la mancanza della garanzia possa ridurre le aspettative di integrale soddisfazione del credito. Ad esempio, se il debitore è probabilmente adempiente e, comunque, è ampiamente patrimonializzato, il danno da riduzione del valore di circolazione del credito sarà minimo o prossimo allo zero; viceversa, se è altamente probabile che il debitore si riveli inadempiente (come quando la sua posizione sia stata girata "a sofferenza", secondo l'espressione in uso nel settore bancario) ed egli è impossidente, la perdita del valore di circolazione del credito è quasi interamente pari al suo valore nominale.

Per le ragioni sopra esposte, è irrilevante la circostanza che la cessione sia avvenuta pro soluto. Infatti, l'inadempimento della cedente riguarda l'esistenza delle garanzie che assistono il credito, non il nomen bonum del credito ceduto.

Assume importanza, invece, l'eventualità che, nelle more del giudizio, l'azione esecutiva intrapresa dal cessionario giunga a conclusione. In questo caso non viene più in rilievo il valore di circolazione del credito (e con esso la possibilità di procedere alla liquidazione del danno secondo un criterio meramente prospettico), giacché sono venuti meno - per l'appunto - i presupposti per la circolazione. La liquidazione del danno cagionato dal cedente al cessionario corrisponde, piuttosto, alla minor somma fra l'eventuale incapienza del ricavato dell'espropriazione forzata (ossia alla parte del credito rimasta insoddisfatta) e il presumibile valore per il quale il cessionario avrebbe partecipato al progetto di distribuzione, qualora fosse stato possibile procedere alla vendita dei beni che avrebbero dovuto essere oggetto dell'ipoteca mancante. Quindi, per esemplificare, se il cessionario, nonostante non abbia potuto escutere la garanzia che il cedente aveva promesso, sia rimasto comunque completamente soddisfatto, il danno è nullo (fatta salva l'ipotesi in cui il cessionario dimostri di aver perso, a causa della mancanza della garanzia, l'occasione di cedere a sua volta il credito a terzi a condizioni per lui più convenienti, quantomeno dal punto di vista della tempistica di riscossione). Qualora, invece, egli sia rimasto insoddisfatto per 100, ma dalla vendita forzata del bene che avrebbe dovuto essere ipotecato non avrebbe potuto ottenere più di 50, è a quest'ultimo importo che occorre far riferimento per determinare il danno cagionato dalla nullità, estinzione, prescrizione o inesistenza dell'ipoteca.

3.5 In conclusione, nell'interesse della legge devono essere affermati i seguenti principi di diritto:

"Nel caso di cessione del credito nominalmente assistito da una garanzia reale, qualora quest'ultima risulti nulla, prescritta, estinta o di grado inferiore rispetto a quello indicato dal cedente, il cessionario può agire nei confronti di quest'ultimo ancor prima di aver escusso il debitore ceduto, chiedendo il

risarcimento del danno da inadempimento, senza necessità di domandare la risoluzione della cessione, poichè una diminuzione delle garanzie è in sè causativa di un danno patrimoniale immediato ed attuale, corrispondente alla diminuzione del valore di circolazione del credito".

"La liquidazione del danno da diminuzione del valore di circolazione del credito ceduto, derivante dalla mancanza di una garanzia reale promessa dal cedente, deve essere parametrata, con giudizio necessariamente equitativo, alla maggiore prevedibile perdita in caso di insolvenza. Tuttavia, qualora il cessionario abbia già riscosso il credito in sede esecutiva e sia rimasto insoddisfatto, la liquidazione del danno per il vizio che rende impossibile escutere la garanzia non può avvenire più secondo un criterio prospettico, ma corrisponde in concreto alla minor somma fra la parte del credito rimasta insoddisfatta e l'importo ulteriore che il creditore avrebbe potuto riscuotere in sede esecutiva se egli avesse potuto espropriare il bene che avrebbe dovuto essere oggetto dell'ipoteca mancante".

4. L'esame del terzo motivo del ricorso incidentale è subordinato all'esito del secondo e concerne la determinazione del danno, dal quale sarebbe stato ingiustificatamente decurtato l'ammontare delle spese legali della procedura esecutiva (Euro 14.620,42), che invece non può essere considerato risultato utile dell'espropriazione forzata.

Stante l'inammissibilità del secondo motivo, anche il terzo segue la stessa sorte.

5. In conclusione, il ricorso incidentale proposto dalla Banca Popolare di Sondrio deve essere dichiarato inammissibile.

Divenuta, quindi, definitiva la condanna pronunciata a carico della Banca dalla Corte d'appello, maturano i presupposti logico-giuridici perchè debba essere esaminato il ricorso principale del notaio chiamato in manleva.

6. Con il primo motivo del ricorso principale si deduce, ai sensi dell'art. 360 c.p.c., comma 1, n. 3, la violazione e/o falsa applicazione degli artt. 1223 e 1218 c.c.

La censura poggia sulla premessa - sostanzialmente non controversa - che fu la stessa Banca Popolare di Sondrio ad escutere la garanzia ipotecaria, consumandola, nel corso di una precedente procedura esecutiva (della quale si è fatta già menzione, esaminando il ricorso incidentale).

Pertanto, la Banca non poteva ignorare che le ipoteche che asseritamente assistevano il credito ceduto alla Aletti Fiduciaria erano state cancellate all'esito del trasferimento all'aggiudicatario di quegli immobili per sua stessa iniziativa.

Invero, questa Corte ha già chiarito che deve escludersi la responsabilità professionale del notaio che abbia omesso di indicare la presenza di vincoli limitativi della proprietà su immobili trasferiti mediante atto da lui rogato, quando sia provato che il contraente interessato a tale informazione conosceva

certamente dell'esistenza di quei vincoli (nella specie per averli costituiti), non ravvisandosi in tale ipotesi nè la violazione del dovere di diligenza qualificata previsto dall'art. 1176 c.c., da doversi comunque interpretare alla stregua del canone generale di buona fede, nè il nesso di causalità tra l'omessa informazione e la stipulazione dell'atto traslativo (Sez. 3, Sentenza n. 25111 del 24/10/2017, Rv. 646024 - 01).

Il principio deve trovare applicazione anche nell'opposta ipotesi in cui il notaio attesti l'esistenza di formalità pregiudizievoli (nella specie, di iscrizioni ipotecarie) che la parte che agisce nei suoi confronti sa non essere più esistenti, per avere essa stessa promosso l'azione esecutiva all'esito della quale ne è stata ordinata la cancellazione.

Ovviamente, il notaio avrebbe potuto essere chiamato a responsabilità dalla parte cessionaria del credito, che invece confidava incolpevolmente sulla bontà di quelle iscrizioni ipotecarie.

Ma ciò non è avvenuto e, poichè la domanda risarcitoria nei confronti del notaio è stata esperita solamente dalla banca cedente, la domanda doveva essere respinta.

Pertanto, il primo motivo del ricorso principale deve essere accolto, con assorbimento dei restanti.

7. Non occorrendo ulteriori accertamenti di fatto, è possibile pronunciare nel merito, ai sensi dell'art. 384 c.p.c., comma 2, rigettando la domanda proposta dalla Banca Popolare di Sondrio nei confronti di Z.L.

A carico della parte che ha chiamato in causa il notaio - e che è rimasta soccombente anche nei confronti dell'attrice - devono essere poste le spese legali dei gradi di merito e del giudizio di legittimità relative alla domanda di garanzia impropria.

Sussistono, inoltre, i presupposti per l'applicazione del D.P.R. 30 maggio 2002, n. 115, art. 13, comma 1-quater, inserito dalla L. 24 dicembre 2012, n. 228, art. 1, comma 17, sicchè va disposto il versamento, da parte dell'impugnante incidentale soccombente, dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per l'impugnazione proposta, senza spazio per valutazioni discrezionali (Sez. 3, Sentenza n. 5955 del 14/03/2014, Rv. 630550).

P.Q.M.

dichiara inammissibile il ricorso incidentale.

... *omissis* ...

**IN TEMA DI DANNO E RESPONSABILITA' DA CESSIONE DI
NON PERFORMING LOANS PRIVI DELLE GARANZIE PATTUITE ***

*(Damage and liability from the transfer of non performing loans
lacking the agreed warranties)*

SOMMARIO: 1. Il caso. – 2. L'attualità della problematica della gestione degli NPL: profili generali. – 3. Dismissione accelerata dei crediti deteriorati alla luce del Calendar provision. – 4. La cessione di un NPL secured privo della garanzia pattuita: prospettive civilistiche. – 5. Rilevanza della (mancanza della) garanzia immobiliare in ambito NPE. – 6. Considerazioni conclusive.

1. Con la sentenza che qui si annota, la Corte di Cassazione torna ad occuparsi dei profili di responsabilità derivanti dall'alienazione di un credito – nel caso di specie, deteriorato – privo delle garanzie promesse. È opportuno ora richiamare brevemente la vicenda, che trae origine da una cessione *pro soluto* di alcuni crediti garantiti da tre ipoteche immobiliari, effettuata da una banca nei confronti di una società fiduciaria. All'atto della presentazione dell'annotazione della surroga a margine delle ipoteche, due delle tre ipoteche si rivelavano cancellate, all'esito di un'operazione di espropriazione forzata sugli immobili ipotecati compiuta dalla stessa banca cedente.

In primo grado, il Tribunale, adito dalla società cessionaria che adduceva un comportamento doloso della banca cedente, condannava quest'ultima al risarcimento del danno per inadempimento contrattuale; rigettava invece la domanda di manleva proposta dalla banca - costituitasi in giudizio - nei confronti del notaio che aveva attestato l'esistenza di iscrizioni ipotecarie non più esistenti. In séguito, la Corte d'Appello, riaffermata la responsabilità della banca, condannava altresì il notaio a tenere la medesima indenne.

La Corte di Cassazione, chiamata a pronunciarsi su ricorso promosso dal notaio, da un lato ha rigettato la domanda di manleva nei suoi confronti, escludendo così ogni

*Contributo approvato dai revisori.

responsabilità professionale dello stesso, e dall'altro ha confermato la decisione dei precedenti gradi di giudizio, e quindi la condanna della banca al risarcimento del danno nei confronti della società cessionaria.

Secondo la Suprema Corte, l'ipoteca costituisce un diritto accessorio ma comunque dotato di un autonomo valore, al punto che, laddove la garanzia risulti inesistente, è configurabile un danno autonomo, diverso dall'inadempimento del debitore ceduto – in termini di omesso o tardivo pagamento – e che prescinde dalla infruttuosa escussione di quest'ultimo. Così, dopo aver enucleato il concetto di “valore di circolazione del credito”, la Corte ha affermato un originale principio di diritto secondo cui il cessionario di un credito privo delle garanzie dichiarate può agire nei confronti del cedente ancor prima di aver escusso il debitore ceduto; in tal caso, la stima dell'entità del danno è necessariamente di natura equitativa.

2. La decisione in commento suscita particolare interesse quale primo intervento della Suprema Corte in tema di crediti deteriorati – i c.dd. *non performing loans* – e rappresenta, al contempo, un'utile occasione per tornare sui temi classici della cessione del credito – qui garantito da ipoteca – e della responsabilità da inadempimento. Ma, soprattutto, la vicenda consente di riaffermare l'importanza e la necessità di una corretta gestione degli NPL da parte delle banche, specie alla luce della normativa in tema di c.d. *Calendar provision*.

La tematica dei *non performing loans* ha assunto già da tempo un rilievo e una centralità via via crescenti, alimentando vivaci dibattiti non solo nelle sedi accademiche ma specialmente in quelle politico-economiche, a livello sia nazionale sia comunitario.

È infatti notoriamente e autorevolmente affermato che una delle principali conseguenze della crisi finanziaria propagatasi a partire dal 2007 consiste nell'ingente

incremento di crediti deteriorati nei bilanci degli enti creditizi¹; ciò che rappresenta un significativo pericolo poiché mina la solvibilità degli intermediari, in particolare, e la stabilità dell'intero sistema bancario, nazionale e comunitario, in generale.

Con tutta evidenza, la materia investe numerosi ambiti² e presenta profonde problematiche, anche molto tecniche, che sarebbe impossibile esaminare *funditus* in questa sede. Sul piano normativo, basti soltanto pensare alla non perfetta univocità della nozione di NPL a livello comunitario³, per cui – tendenzialmente – ogni Paese dell'UE può individuarne differenti caratteristiche e, di qui, differenti strumenti di gestione. In fatto, l'esistenza di regole difformi tra i vari ordinamenti ha reso difficile un confronto tra i diversi sistemi bancari, penalizzando, in particolare, gli ordinamenti che impiegavano criteri di classificazione più severi.

In Italia, il riferimento normativo lo si può rinvenire nella Circolare della Banca d'Italia n. 272/2008 – e nei successivi aggiornamenti – che ha individuato una tripartizione dei crediti deteriorati in “sofferenze” (c.dd. *bad loans*), “inadempienze probabili” (c.dd. *unlikely to pay*) e, infine, “esposizioni scadute e/o sconfinanti”⁴. Al

¹CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL sulla stabilità del sistema bancario. I possibili rimedi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 1, p. 218; ID., *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 1 ss.

²Ambiti che sono ben sintetizzati da PELLEGRINI, *L'azione dei global regulators sui crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 226, e che vanno “dall'individuazione delle cause della fenomenologia in esame, alla identificazione di forme tecniche idonee a facilitare una pronta riduzione degli NPLs, all'esigenza di rivisitare le procedure aziendali necessarie per massimizzare il recupero dei crediti”.

³Come osservato da CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 4, la nozione di “credito deteriorato” “abbraccia un'ampia gamma di prestiti non performanti, figure debitorie accomunate in un unitario *genus*, che le ricomprende tutte nel riferimento al comune denominatore della difficoltà e/o inesigibilità del pagamento ad esse sotteso”. È infatti generalmente possibile ricondurre all'alveo degli NPL “tutti quei crediti la cui riscossione, da parte del creditore, sia incerta/improbabile sia con riguardo al rispetto della scadenza temporale del credito, sia con riguardo al rimborso dell'intero ammontare dell'esposizione debitoria”: così, SCIARRONE ALIBRANDI, *I non performing loan. Un quadro d'insieme*, in CESARINI (a cura di), *I crediti deteriorati nelle banche italiane*, Torino, 2017, p. 1. Come rilevato poi da PELLEGRINI, *L'azione dei global regulators*, cit., p. 224, è proprio la mancanza di uniformità a livello comunitario nella classificazione dei crediti in sofferenza ad aver cagionato le note carenze della supervisione sulle esposizioni debitorie nel settore bancario.

⁴Vale rammentare che nell'ordinamento civilistico italiano l'unico riferimento al deterioramento del credito è contenuto nell'art. 2743 cod. civ., ai sensi del quale, qualora la cosa costituita in pegno o ipoteca “perisca o si deteriori”, il creditore può chiedere che gli venga prestata altra garanzia su altri beni, ovvero

riguardo, non si tratta di un problema meramente definitorio, laddove, invece, la concreta modalità di classificazione risulta rilevante sia ai fini contabili⁵, in punto di redazione dei bilanci bancari, sia ai fini della vigilanza prudenziale, in relazione all'osservanza dei coefficienti patrimoniali, sia, infine, ai fini della vigilanza informativa e della rilevazione statistica⁶. Così, in particolare, il deterioramento di un credito qualificato come "sofferenza" non può originare da mere difficoltà temporanee, risultando, invece, "decisiva, nella relativa appostazione, la distinzione tra lo stato di crisi irreversibile (quando, ad esempio, il debitore ha cessato l'attività aziendale, cd. gone concern), da quello reversibile (in cui la crisi può essere superata poiché il debitore è operativo, seppur in momentanea difficoltà, cd. on going concern)"⁷.

A livello comunitario l'EBA ha elaborato una peculiare definizione armonizzata di NPE, che, tuttavia, suscita qualche problema nell'ambito della gestione degli NPL. E infatti, secondo la definizione EBA, recepita normativamente con il Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione Europea, un'esposizione creditizia rientra tra le NPE qualora le obbligazioni di pagamento siano scadute da oltre 90 giorni - c.d. criterio "*past due*" - oppure qualora l'intermediario, effettuando una valutazione sulle capacità di rimborso del debitore, che prescinde dalla presenza di scadenze e/o insoluti, reputi necessaria l'escussione delle garanzie. Tale nozione è basata sia sull'aspetto dell'esposizione scaduta sia su quello dell'inadempienza probabile; quest'ultimo, peraltro, abbastanza discrezionale. In presenza di uno qualsiasi dei due

l'immediato pagamento del suo credito. Tuttavia, come rilevato da VIOTTI, *Verso una disciplina europea dei crediti deteriorati: riflessioni a margine del Regolamento (UE) 2019/630*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020, I, p. 125, in questo caso il deterioramento si riferisce non già al credito di per sé considerato, bensì al bene oggetto della garanzia, il quale può, conseguentemente, rifluire sul deterioramento del credito.

⁵In argomento, v. DE ANGELIS, *Le regole contabili degli NPL*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2019, p. 15 ss.

⁶SEPE, *L'attività finanziaria delle società di recupero crediti*, in *Riv. elettr. dir., econ., management*, 2020, 2, p. 118, il quale ben pone in rilievo come il concetto di NPL presenti, "in relazione alle materie cui viene riferito, una polisemanticità o geometria variabile delle fattispecie in cui si articola".

⁷SEPE, *L'attività finanziaria*, cit., p. 118.

criteri, l'esposizione viene segnalata all'Autorità di Vigilanza come *non performing*⁸.

Nell'ordinamento italiano la definizione armonizzata dell'EBA è stata recepita con l'aggiornamento n. 7 (20 gennaio 2015) della Circolare n. 272/2008, la quale, però, anche a fini statistici⁹, ha mantenuto alcune particolarità della vecchia definizione.

L'esistenza di un livello elevato di NPL nei bilanci ha un impatto relevantissimo sulla crescita economica a causa della conseguente riduzione dei prestiti bancari che esso comporta¹⁰; ciò che emerge anche dalle "Linee guida sui crediti deteriorati" della BCE di Marzo 2017¹¹, ove si evidenziava l'importanza di effettuare accantonamenti e cancellazioni per i crediti deteriorati in modo tempestivo, così da contribuire a rafforzare i bilanci bancari e consentire agli intermediari di tornare a concentrarsi sulla propria attività principale, cioè il finanziamento dell'economia. Tali esigenze sono state, poi, rimarcate nell'*Addendum* del 2018¹², il quale, per un verso, "ribadisce l'importanza di effettuare accantonamenti per i crediti deteriorati e cancellazioni delle partite deteriorate, per altro sottolinea il nesso che intercorre tra la gestione di questi ultimi ed

⁸MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 204.

⁹GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in www.dirittobancario.it.

¹⁰Ciò che è stato evidenziato di recente da VISCO, Audizione del Governatore della Banca d'Italia. *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, Roma, 10 febbraio 2021, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf, il quale afferma che "un accumulo eccessivo di NPL non adeguatamente svalutati può compromettere la normale operatività degli intermediari. Esso infatti si traduce in minore trasparenza dell'attivo bancario, a cui gli analisti di mercato e gli investitori reagiscono peggiorando la loro valutazione della solidità della banca. A parità di altre condizioni, ne conseguono un aumento del costo della raccolta e del capitale e, in ultima analisi, un peggioramento delle condizioni di accesso al credito per le famiglie e le imprese". Analogamente, PELLEGRINI, *L'azione dei global regulators*, cit., p. 223, ad avviso della quale "contenere il fenomeno (degli NPL) ed evitare che possa assumere proporzioni incontrollate ... è un presupposto indispensabile affinché le banche possano disporre di capitale libero per l'erogazione di nuovi finanziamenti, al fine di assolvere alla loro missione di trasformazione delle scadenze e sostegno alla crescita dell'economia reale".

¹¹https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.

¹²https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf. In tale *Addendum* si rinvenivano per la prima volta alcune indicazioni (c.dd. aspettative di vigilanza), operative dal 1° aprile 2018, in materia di copertura prudenziale delle esposizioni classificate come *non-performing exposures* (NPE).

il risanamento dei bilanci bancari”¹³.

Di qui gli sforzi compiuti – già da lungo tempo¹⁴ – dal regolatore comunitario e nazionale, talora, come si vedrà subito *infra*, in una prospettiva invero anche forse di eccessivo rigore, per individuare meccanismi e strategie idonei, nel breve termine, a liberare le banche dall’onere di un ponderoso fardello costituito dai crediti deteriorati, che impediscono alle medesime di assolvere alla loro funzione istituzionale”¹⁵, e, nel medio-lungo termine, a prevenirne l’insorgenza.

3. Esattamente nel solco di questi obiettivi si inserisce l’introduzione del *Calendar provision*. Come è noto, esso ha introdotto alcune regole volte a migliorare la qualità degli attivi delle banche, riducendo le esposizioni *non performing* tramite un piano graduale di accantonamento prudenziale. Come è stato puntualmente evidenziato¹⁶, queste regole sono state pensate per indurre le banche a classificare correttamente i prestiti, a riconoscere prontamente le perdite e a gestire in modo attivo i crediti deteriorati. L’approccio c.d. di calendario stabilisce infatti, ai soli fini prudenziali, delle percentuali minime di svalutazione delle esposizioni deteriorate, crescenti in funzione degli anni trascorsi dalla loro classificazione come NPL; al termine di tale periodo, le esposizioni deteriorate, ove non dismesse, dovranno risultare – prudenzialmente – svalutate per intero. Tale approccio mira quindi ad assicurare che gli NPL non si accumulino nei bilanci bancari senza adeguate rettifiche di valore.

Giova solo rammentare che l’introduzione di siffatto meccanismo ha avuto una sorta di gradualità, dal momento che, inizialmente, nelle succitate Linee guida del 2017, integrate dall’*Addendum* del 2018, era stato concepito per le sole banche SI, peraltro

¹³Così, CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 14.

¹⁴CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 25, pone in risalto come la ricerca di meccanismi idonei a realizzare forme di smobilizzo degli attivi deteriorati degli enti creditizi possa farsi risalire alla c.d. *securisation*, volta a trasformare *asset* creditizi in strumenti finanziari.

¹⁵CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 3.

¹⁶VISCO, *Le norme europee sul calendar provisioning*, cit.

come non vincolante¹⁷, per assumere poi – in una veste simile, ma con sensibili differenze¹⁸ – per tutte le banche carattere vincolante nel 2019 con l’inserimento nel Regolamento n. 575/2013 (Regolamento CRR) del c.d. *backstop* prudenziale¹⁹. Il Regolamento UE n. 630/2019, modificando in parte il Regolamento CRR, ha introdotto una nuova disciplina in materia di copertura minima per le *non-performing exposures*; in particolare, il combinato disposto dell’art. 36, comma 1, lett. m) e del nuovo art. 47-*quater* del Regolamento CRR prevedono un sistema di deduzione dal CET1 della banca nella misura in cui non siano stati raggiunti i livelli minimi di copertura previsti dalla nuova normativa. Tale quadro regolamentare non prevede margini di flessibilità, rientra nell’alveo delle norme di vigilanza appartenenti al “primo Pilastro” di Basilea e si applica alle sole NPE generate da crediti erogati a partire dal 26 aprile 2019.

Invero, già negli ultimi anni, le pressioni del regolatore e del mercato per migliorare la qualità degli attivi bancari e ridurre l’incidenza degli NPL hanno indotto le banche a ricorrere a tecniche di cartolarizzazione²⁰ e/o a cessioni c.dd. in blocco²¹ ex art.

¹⁷Si trattava, cioè, di aspettative che, se non rispettate, avrebbero originato un “dialogo” tra la banca e il supervisore, il quale, eventualmente, avrebbe potuto utilizzare queste informazioni per aumentare i requisiti patrimoniali c.dd. “di secondo Pilastro”.

¹⁸Anzitutto, questa norma è vincolante e si applica a tutte le banche dell’Unione europea, incluse quindi le banche LSI. In secondo luogo, il *backstop* si applica a tutti i prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019, una volta classificati come NPL, laddove, invece, l’*Addendum* si applica ai prestiti erogati prima del 26 aprile 2019 e classificati come NPL successivamente al 1° aprile 2018.

¹⁹Oltre alla natura vincolante, il *backstop* si caratterizza per la sua applicazione a tutti i prestiti erogati a far data dal 26 aprile 2019, una volta classificati come NPL, laddove, invece, l’*Addendum* si applica ai prestiti erogati prima del 26 aprile 2019 e classificati come NPL successivamente al 1° aprile 2018.

²⁰Su cui cfr. SEPE, *Cartolarizzazione* (voce), in *Dig., disc. priv., sez. comm., Agg.*, Torino, 2009, p. 65 ss.; FERRO LUZZI-PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, Milano, 2005, *passim*; TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003, *passim*; FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002, *passim*; SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265 ss.; GALLETTI-GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, *passim*; PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Milano, 1999, *passim*; e, da ultimo, v. MAGLIANO, *Npl e cartolarizzazioni dei crediti tra attualità e criticità: riflessioni su un fenomeno nuovamente in ascesa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, p. 325 ss.

²¹Strumento, questo, a cui già in passato si faceva ricorso nelle operazioni economiche, specie nell’ambito di un’attività di impresa – e v., al riguardo, la l. 21 febbraio 1991, n. 52 –, ma che oggi assume un’importanza ancor più cruciale, come dimostrato dal massiccio impiego dello strumento del *factoring* da parte di banche e intermediari creditizi. Sul punto, v., in luogo di moltissimi e anche per riferimenti, VALENTINO, *Le cessioni dei crediti. Il factoring e la cartolarizzazione*, Napoli, 2003, p. 141 ss.; R.

58 T.U.B. Accanto ad esse, hanno trovato ampia diffusione alcune innovative forme di gestione di NPL²² – quali la costituzione di Oicr ad apporto e Sicaf – fondate sulla costituzione di organismi *ad hoc*, specializzati in negoziazioni di mercato, gestione e recupero di NPL. Queste tecniche sono alternative e, talora, cumulative tra loro²³. In ambito bancario la scelta dell'una piuttosto che dell'altra, oltre a inserirsi nelle dinamiche di governance bancaria²⁴, è altresì una questione di *business judgement rule*, dal momento che, come ben affermato, tra le varie opzioni a disposizione, gli amministratori “dovranno scegliere quella a loro avviso più efficiente sotto il profilo imprenditoriale”²⁵.

Ben vero, ciò che emerge *de plano* è che, ancor più alla luce delle nuove regole comunitarie, una gestione efficace degli NPL oggi verte sempre più sulla cessione degli

CLARIZIA, *Il factoring*, Torino, 1998, *passim*; FRIGNANI, *Factoring, franchising, concorrenza*, Torino, 1979, *passim*; A. BASSI, *Factoring e cessione dei crediti di impresa*, Milano, 1993, *passim*.

In generale, il successo delle cessioni c.dd. in blocco va ricercato, tra l'altro, nella semplificazione, posto che l'art. 58, comma 2, 3 e 4, T.U.B., consente alcune vistose deroghe alla disciplina civilistica. In materia di crediti garantiti da ipoteca, qualora la cessione configuri una c.d. cessione in blocco ai sensi dell'art. 58 T.U.B. ovvero qualora essa rientri nell'ambito di una cartolarizzazione ai sensi della legge 20 aprile 1999 n. 130 ss. mm. ii. – che nell'art. 4 richiama il medesimo art. 58 T.U.B. –, l'esecuzione dell'annotazione a margine dell'ipoteca, normalmente attuata presso le singole Conservatorie, può essere sostituita da una sorta di pubblicità collettiva consistente nella pubblicazione di un unico avviso di cessione nella Gazzetta Ufficiale; nel qual caso, la pubblicazione dell'atto di cessione sulla Gazzetta Ufficiale sostituisce la notificazione dell'atto stesso o l'accettazione da parte del debitore ceduto: così, Cass. 8 ottobre 2010, n. 20914, in *Guida dir.*, 2011, p. 86 ss.; nello stesso senso, cfr. ABF - Collegio di Milano, decisione n. 420/2014. Sulle ragioni della disciplina speciale, v., da ultimo, OCCORSIO, *Circolazione del credito e garanzia ipotecaria nei sistemi pubblicitari*, in *Riv. not.*, 2019, p. 515 ss. Inoltre, sempre in nome della semplificazione e della celerità, la disciplina speciale prevede l'iscrizione della cessione presso il Registro delle imprese e, soprattutto, la conservazione dei privilegi e delle garanzie ipotecarie costituite a favore del cedente senza alcun obbligo di formalità. Sul punto, cfr. MASI, *art. 58*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, I, Padova, 2018, p. 700 ss.; PERRINO, *art. 58*, in COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I, Torino, 2013, p. 659 ss.

²²Su cui v. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL*, cit., p. 248 ss.; CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 718 ss.

²³SACCO GINEVRI, *Crediti deteriorati e business judgment rule*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, II suppl. 2, p. 172.

²⁴Cfr. CAPRIGLIONE-SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, *passim*.

²⁵SACCO GINEVRI, *Crediti deteriorati*, cit., p. 173.

stessi a terzi²⁶, piuttosto che sul loro mantenimento in bilancio. Difatti, se è vero che la conservazione della posizione in bilancio lascerebbe all'intermediario una maggiore libertà nel procedere alla svalutazione del credito, è d'uopo rilevare che i recenti interventi normativi non lasciano più ampi margini di scelta agli intermediari.

In questo senso, l'introduzione del *Calendar provision* ha determinato una brusca e rilevante accelerazione del processo di dismissione dei crediti deteriorati al fine di alleggerire i bilanci bancari. Alla quale, peraltro, hanno contribuito, da un lato, la fissazione dell'*NPE ratio* al 5%²⁷, e, dall'altro, la ridefinizione del concetto di *default*²⁸; quest'ultimo, infatti, contenuto nel novellato art. 178 del Regolamento *CRR*, in vigore dal 1° gennaio 2021, nella prospettiva di una armonizzazione della regolamentazione a livello comunitario, stabilisce criteri e modalità più restrittive in materia di classificazione a default rispetto a quelli finora adottati²⁹; concretamente, le soglie per i tempi di pagamento sono più basse ed è prevista una diversa modalità di calcolo dei giorni di scaduto³⁰.

²⁶Il che consente non solo la definitiva e immediata cancellazione dei crediti deteriorati dai bilanci bancari ma altresì la riduzione dei connessi oneri fiscali: cfr., sul punto, CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL*, cit., p. 248.

²⁷Sul quale v. le incisive critiche di BLANDINI, *Crediti deteriorati e struttura delle banche: considerazioni di insieme*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 271.

²⁸Con tutta evidenza, la nuova definizione di *default* e il *calendar provision* costituiscono due impianti tra loro fortemente interrelati. Infatti, “un incremento dei crediti classificati a NPL, per effetto della nuova definizione di default, induce un maggior onere di coperture obbligatorie, i cui effetti restrittivi sull'economia tenderebbero a loro volta a indurre un effetto negativo sulla qualità degli attivi bancari”: così, SABATINI, Audizione del Direttore Generale dell'ABI. *Affare sulla classificazione della clientela da parte delle banche e sulla questione del calendar provisioning*, 8 giugno 2021, in www.abi.it.

²⁹Molto critico sul punto, CAPRIGLIONE, *L'industria finanziaria dopo la pandemia*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, p. 10, per il quale “desta sorpresa la ‘nuova definizione di default’ disposta dalla Banca d'Italia ... (v. <https://www.bancaditalia.it/media/fact/2020/definizione-default/index.html>) ... nella quale si rinviene in concreto un inasprimento delle modalità con cui le banche e gli intermediari finanziari devono classificare i clienti a fini prudenziali, ossia ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi obbligatori”.

³⁰L'art. 178 del Regolamento *CRR* stabilisce che “si considera intervenuto un default in relazione a un particolare debitore allorché si verificano entrambi gli eventi sotto indicati o uno di essi: a) l'ente giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni; b) il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso l'ente, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni. Le autorità competenti possono sostituire il periodo di 90 giorni con uno di 180 giorni per le esposizioni garantite da immobili residenziali o da immobili non

L'introduzione della nuova normativa ha portato nuova linfa al dibattito sulla gestione degli NPL, specialmente perché l'entrata in vigore del *Calendar provision* – così come della nuova definizione di *default* – ha sostanzialmente coinciso con l'esplosione della pandemia da Covid-19, e con i relativi drammatici effetti. È anche banale osservare che il rigido approccio di calendario è stato pensato in epoca anteriore alla crisi pandemica. Pertanto, muovendo dalla considerazione che un meccanismo di calendario che obblighi le banche a svalutare integralmente i prestiti, salvo recuperarne una parte negli anni successivi, può risultare prociclico, da più parti sono provenute istanze di modifica ovvero di rinvio dell'applicazione delle nuove regole³¹; e vieppiù, non sono mancate autorevoli manifestazioni di scetticismo in merito al funzionamento dell'approccio di calendario³².

Nondimeno, ciò non si è rivelato possibile, specialmente a causa della mancanza di sostegno da parte degli altri paesi europei, nei quali in molti casi già si applicavano criteri più severi rispetto a quelli in vigore in Italia. E si è rilevato³³, quanto alla definizione di *default*, che “rinviare l'applicazione delle regole che ci siamo dati o snaturarle – per quanto eccezionale possa sembrarci questa crisi – nuocerebbe ai bilanci delle banche e alla loro capacità di erogare credito, ostacolerebbe la nostra capacità di

residenziali di PMI nella classe delle esposizioni al dettaglio, nonché per le esposizioni verso organismi del settore pubblico. Il periodo di 180 giorni non si applica ai fini dell'articolo 127”.

E inoltre, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia, “un debito scaduto va considerato rilevante quando l'ammontare dell'arretrato supera entrambe le seguenti soglie: i) 100 euro per le esposizioni al dettaglio e 500 euro per le esposizioni diverse da quelle al dettaglio (soglia assoluta); ii) l'1 per cento dell'esposizione complessiva verso una controparte (soglia relativa)”.

³¹SABATINI, Audizione del Direttore Generale dell'ABI. *Criticità della disciplina europea in tema di crediti deteriorati*, 14 dicembre 2020, in www.abi.it. Molto critico sul punto, PATUELLI, *Intervento a margine del Comitato esecutivo dell'ABI*, in www.abi.it, il quale rileva che occorre rendere flessibili le normative pensate e decise ben prima della pandemia; sicché a rivelarsi necessaria è non soltanto una riforma del “*calendar provisioning*”, ma altresì una revisione della nuova definizione di debitori “in *default*”.

³²MASERA, in un'intervista rilasciata al giornale *Be Beez*, ha affermato che “non c'è una risposta certa sull'efficacia del *calendar provisioning* che impone tempistiche di copertura addirittura disallineate rispetto ai recuperi: in particolare in Italia si registrano consistenti recuperi anche dopo i primi tre anni dalla classificazione come deteriorati, termine che comporta invece una svalutazione del 100%”.

³³ENRIA, *Dichiarazione introduttiva allo scambio di opinioni con la Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica italiana*, Francoforte sul Meno, 6 luglio 2021, in <https://www.bankingsupervision.europa.eu/>.

tenere sotto stretta osservazione le dinamiche del rischio di credito e rischierebbe di minare la credibilità del nostro sistema unificato di norme prudenziali”, e quanto, invece, all’approccio di calendario, che il rinvio dell’applicazione di queste regole ovvero una loro diluizione “significherebbe accettare la possibilità che il settore bancario dell’UE continui a risentire per più di un decennio del peso degli NPL assistiti dalle garanzie connesse alla pandemia, lasciandolo impreparato a fronteggiare la prossima recessione”.

Ulteriore elemento degno di menzione risiede nel fatto che la nuova disciplina regolamentare – ma, analogamente, già le Linee guida della BCE e l’*Addendum* - richiamandosi alla definizione di NPE dell’EBA, non distingue NPL e UTP. Anche sotto questo profilo, la novella non è stata esente da critiche³⁴, dal momento che si è venuta a determinare una parificazione di situazioni assai diverse – perverso, giustificata dall’intenzione di evitare arbitraggi da parte del sistema bancario rispetto alle due categorie, ritardando il passaggio dalla prima alla seconda con conseguente possibile aumento del profilo di rischio dell’intermediario – e anche perché, come pure si è osservato, tale parificazione “costituisce un disincentivo per le banche a mantenere il sostegno finanziario a quelle imprese che si trovano in stato di difficoltà momentanea, con il rischio che un’applicazione troppo severa della normativa avrà come risultato l’effetto opposto a quello voluto, ovvero l’ulteriore stretta dell’afflusso di credito verso l’economia”³⁵.

Ne risulta uno scenario palesemente inasprito rispetto al passato, peraltro ulteriormente aggravato dalle difficoltà generate dalla crisi pandemica. In proposito, sebbene la crescita degli NPL a causa della crisi economica innescata dalla pandemia sia

³⁴MESSINA, *Unlikely to pay*, cit., p. 205 si domanda “come il Regolatore Europeo abbia mancato di operare tale rilevante distinzione e abbia optato per l’equiparazione tra NPLs e UTP, senza aver riguardo alla circostanza che dall’equiparazione terminologica ne deriva che entrambi i crediti in parola, nonostante le profonde differenze sostanziali, soggiacciono alle medesime disposizioni inerenti le attività di vigilanza, soprattutto in materia di accantonamenti prudenziali”.

³⁵PELLEGRINI, *L’azione dei global regulators*, cit., p. 232.

stata sinora tutto sommato contenuta³⁶, è inevitabile che nel futuro prossimo si abbia un incremento considerevole degli NPL – in argomento, da un recente Rapporto di PwC³⁷ emerge la prospettazione di una nuova ondata di NPL nei prossimi due anni compresa tra gli 80 e i 100 miliardi. E la categoria più colpita probabilmente sarà quella degli UTP; ciò che sottoporrà gli intermediari a nuovi sforzi, attesa la succitata equivalenza di trattamento tra gli NPL e le esposizioni, relativamente meno rischiose ma molto cospicue come numero, classificate come UTP.

4. Nonostante la diffusione delle sopra citate moderne tecniche di “gestione esterna” di NPL, la cessione *pro soluto* continua ad occupare un posto centrale nelle forme di smobilizzo di NPL; ciò in quanto, nonostante gli inevitabili rischi connessi alla circolazione del credito, se ne apprezza la agevole realizzabilità grazie all’efficacia traslativa immediata che la contraddistingue. Ma, soprattutto, poiché, mentre operazioni più complesse come quelle di cartolarizzazione o di costituzione di Oicr richiedono il trasferimento di un portafoglio di crediti vantati nei confronti di un numero tendenzialmente elevato di debitori diversi, la cessione del credito prevista dalle norme di diritto comune ben si attaglia al trasferimento di singoli, o comunque specifici, crediti.

Come è noto, tale modalità si sostanzia in un accordo stipulato tra cedente e cessionario, in base al quale il primo è tenuto a garantire la sola esistenza del *non performing loan* e, di norma, non risponde dell’eventuale inadempimento del debitore ceduto.

E in fatto, la vicenda qui in commento è inquadrabile negli ambiti della disciplina civilistica della cessione del credito e della responsabilità da inadempimento³⁸.

³⁶Ciò non solo perché gli NPL si manifestano tendenzialmente con un certo ritardo rispetto alle difficoltà dell’economia, ma anche per effetto delle misure espansive di politica monetaria poste in essere dalla BCE nonché dagli interventi di politica economica adottati dai legislatori nazionale e comunitario. Si pensi, ad esempio, al Regolamento n. 873/2020, contenente alcune misure anti-pandemia (il c.d. *Quick fix*).

³⁷<https://www.pwc.com/it/it/publications/npl/doc/pwc-the-italian-npl-market-lug2021.pdf>.

³⁸Del resto, il ricorso alle norme di diritto comune è necessario persino nei casi in cui la cessione del credito sia prevista nell’ambito di discipline speciali, come quella sulle cartolarizzazioni; ciò alla luce del

La Suprema Corte, nel confermare la condanna del cedente al risarcimento del danno, determinandone in via equitativa l'entità, non si è espressa sulla qualificazione della patologia del negozio di cessione – quindi, essenzialmente, in termini di nullità ovvero risoluzione – né sulla fonte di responsabilità del cedente. Ciò, invero, coerentemente con il *petitum*; infatti, nei gradi precedenti la parte attorea si era limitata alla richiesta di risarcimento del danno senza invocare, ad esempio, la retrocessione del credito. Giova, quindi, anzitutto qualificare la fattispecie in esame da un punto di vista civilistico.

Ebbene, indubbiamente la cessione di un credito, dichiarato come garantito e poi risultato chirografario, configura fattispecie di inadempimento, salvo prova contraria, imputabile al cedente. Al fine di inquadrare correttamente la vicenda³⁹, può ritrovarsi uno spunto in un recente precedente nella giurisprudenza della Cassazione⁴⁰, ove si è ritenuto di estendere l'ambito di operatività della garanzia di cui all'art. 1266 cod. civ. alle garanzie reali del credito⁴¹. Tale norma disciplina, come è noto, l'obbligo del cedente di garantire l'esistenza del credito nella cessione a titolo oneroso⁴².

Secondo la S. Corte, la responsabilità da cessione di un credito esistente ma non

fatto che queste ultime “non si pongono quali sottosistemi normativi autonomi e in sé conchiusi”: PICARDI, *Cessione dei crediti e diritto di informazione del debitore ceduto fra disposizioni della Banca d'Italia e orientamenti dell'ABF*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, p. 207.

³⁹Il negozio di cessione del credito ha, già in epoca risalente, costituito oggetto di un'ampia e autorevole riflessione dottrinale; cfr. CICALA, *Il negozio di cessione del contratto*, Napoli, 1962, (rist. Napoli, 2016), *passim* e spec. p. 132 ss.; CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1948, (rist. Napoli, 2011), *passim* e spec. p. 271 ss.; P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, in *Comm. cod. civ.* a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1982, (rist. Napoli, 2010), *passim*; VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., *passim*; PANUCCIO, *La cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano, 1955, *passim*.

⁴⁰Cass. 11 luglio 2017, n. 17070, in *Giust. civ. Mass.*, 2017.

⁴¹La S. corte prendeva le mosse dal dato positivo dell'art. 1263, comma 1, cod. civ. in virtù del quale, di norma, in nome del vecchio brocardo *accessorium sequitur principale*, il credito è trasferito al cessionario, tra l'altro, con le garanzie personali e reali. Costituisce, infatti, principio generalmente accettato quello secondo cui i diritti accessori sono legati inscindibilmente ai diritti principali, nel senso che non possono nascere né sussistere senza di quelli, né senza di essi trasmettersi o estinguersi; per tutti, PANUCCIO, *Cessione dei crediti* (voce), in *Enc. dir.*, VI, Milano, 1960, p. 869 ss.

⁴²Garanzia che, evidentemente, va tenuta distinta dalla garanzia della solvenza del debitore che invece viene appositamente prevista dalle parti nella cessione c.d. *pro solvendo*. Se, infatti, la cessione avviene *pro soluto*, il cedente risponde esclusivamente della *veritas nominis* senza sopportare alcun rischio connesso all'effettivo adempimento dell'obbligazione.

assistito dalla garanzia reale promessa trarrebbe origine proprio dall'art. 1266 cod. civ.; in particolare, si è affermato che “se le parti espressamente prevedono nel contratto di cessione che questa comprenda determinate garanzie del credito ceduto, in particolare la garanzia ipotecaria, fatta oggetto di trasferimento ai sensi dell'art. 1263 cod. civ., ed il cedente garantisca l'attuale esistenza sia delle ragioni di credito che delle garanzie che le assistono, si deve intendere che si estenda a queste ultime, l'obbligo di garanzia del cedente ai sensi dell'art. 1266 cod. civ., sia quanto all'esistenza dell'iscrizione ipotecaria che quanto all'ammontare del credito da questa garantito”⁴³. In sostanza, il cedente sarebbe tenuto a garantire la *veritas* non solo del credito ma altresì della relativa ipoteca; alla quale si estenderebbe l'obbligo di garanzia ex art. 1266 cod. civ.

Al riguardo, l'inquadramento sistematico della garanzia di “esistenza del credito” di cui all'art. 1266 cod. civ. ha originato, tra le molte ricostruzioni dottrinali⁴⁴, due orientamenti prevalenti. Secondo il primo di essi, si tratterebbe di una garanzia di legittimazione, nel senso che la fattispecie dell'inesistenza del credito andrebbe intesa come difetto di legittimazione da parte del cedente e assorbirebbe la nullità del negozio per difetto dell'oggetto⁴⁵. Un altro orientamento, autorevolmente sostenuto⁴⁶ e di recente avallato dalla giurisprudenza⁴⁷, propende invece per l'equiparazione della garanzia ex art. 1266 cod. civ. alle garanzie della vendita in materia di evizione; quella in

⁴³Cass. 11 luglio 2017, n. 17070, cit.

⁴⁴Sul punto, v., anche per numerosi riferimenti, VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 118 ss.

⁴⁵Detta garanzia ha cioè per oggetto “il risultato traslativo della cessione, e rende responsabile il cedente in tutte le ipotesi in cui il cessionario non consegue la titolarità del credito cedutogli o, avendola conseguita, la perde per fatto del cedente”: BIANCA, *Diritto civile. 4. L'obbligazione*, Milano, 2019, p. 595 ss. Analogamente, PANUCCIO, *La cessione volontaria*, cit., p. 127 ss.; ID., *Cessione dei crediti* (voce), cit., p. 869 ss. Cfr., sul punto, anche FRANCESCHELLI, *Appunti in tema di cessione dei crediti*, Napoli, 1957, p. 62 e 65, il quale concepiva la garanzia dell'esistenza del credito come fattispecie di responsabilità “avente sue caratteristiche e suo regime” e, inoltre, “carattere integrativo delle norme sull'invalidità del contratto in genere”. Questa tesi prendeva le mosse dalla concezione della garanzia dell'esistenza come garanzia della legittimazione, capovolgendone però il contenuto; FRANCESCHELLI, *Appunti*, cit., p. 64, sosteneva infatti che “dire che il credito non esiste è lo stesso che dire che il cedente non è legittimato a compiere il negozio di trasferimento”.

⁴⁶P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, cit., p. 277 ss.; in questo senso, anche LUMINOSO, *La compravendita*, Torino, 2018, p. 63, il quale riteneva la garanzia ex art. 1266 cod. civ. “concettualmente omogenea a quella per l'alienità del diritto per l'evizione di cui agli artt. 1478 ss. cod. civ.”.

⁴⁷Cass. 29 luglio 2015, n. 16049, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, II, p. 735 ss., con nota di Di Girolamo.

questione andrebbe cioè intesa come garanzia per l'ipotesi di rivendicazione del credito da parte del terzo.

Le due ricostruzioni determinano, evidentemente, una diversa forma di tutela del cessionario. Mentre nel primo caso il rimedio sarebbe quello della risoluzione, e il cedente sarebbe tenuto, senza necessità di provarne il dolo o la colpa, anche al risarcimento del danno, oltre che alla restituzione del corrispettivo della cessione⁴⁸, nel secondo caso l'applicabilità della disciplina della nullità determinerebbe tutt'al più l'obbligo del rimborso del corrispettivo nei limiti dell'ingiustificato arricchimento, a meno che il cedente non abbia trasferito il credito inesistente agendo con dolo o colpa⁴⁹.

Benvero, qualora pure, a tutto concedere, si ritenesse di non condividere l'estensione dell'obbligo di cui all'art. 1266 cod. civ. alle garanzie del credito⁵⁰, la mancanza della garanzia pattuita ben determinerebbe in ogni caso una ordinaria responsabilità da inadempimento contrattuale ex art. 1218 ss. cod. civ.

Secondo un differente approccio, la vicenda potrebbe trovare inquadramento nella disciplina del negozio con cui il credito è stato trasferito, integrata con la regola generale sull'inadempimento.

È giusto il caso di rammentare come sia oggi superato quell'orientamento che qualificava la cessione del credito come un negozio astratto ovvero con causa

⁴⁸Restando invece fermo che la cessione di un credito obiettivamente e assolutamente inesistente è nulla in quanto inficiata nella stessa causa e, pertanto, è regolata dall'art. 1338 cod. civ.

⁴⁹VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 121.

⁵⁰Cfr. ZACCARIA, *La garanzia dell'esistenza del credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, p. 378, secondo cui estendere alle garanzie del credito l'operatività dell'art. 1266 cod. civ. si risolverebbe in una "dilatazione eccessiva del significato del termine 'esistenza' del credito ceduto", poiché imporrebbe al cedente di garantire non solo che il credito sia immune da vizi che ne possano determinare l'inesistenza, ma anche che esso presenti "tutte le qualità che dovrebbero essergli proprie per le caratteristiche intrinseche del tipo cui appartiene o per esplicita pattuizione delle parti (ad esempio, la presenza di un diritto accessorio di garanzia". E v. al riguardo un orientamento giurisprudenziale – cfr. Cass. 5 febbraio 1988, n. 1257, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988, II, p. 285; Cass. 18 dicembre 1987, n. 9428, in *Giust. civ.*, 1988, I, p. 974 – che propendeva per la ricostruzione più ampia dell'espressione "esistenza del credito", e che riconduceva ad essa "qualsiasi ipotesi di inesistenza completa o parziale del credito, di invalidità del titolo e di sua estinzione totale o parziale o più in generale di sussistenza di eccezioni che possono impedire l'esercizio del credito" (così, VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 121).

variabile⁵¹; pertanto, come sostenuto già in passato dalla migliore dottrina⁵², si afferma pacificamente la causalità della cessione del credito, quale espressione del principio della causalità del negozio traslativo⁵³. E benché non vi sia concordia di vedute intorno alla qualificazione della cessione come tipo contrattuale autonomo o meno⁵⁴, anche chi⁵⁵ propende per riconoscere autonomia negoziale alla cessione del credito, sostiene che, con riferimento all'alienazione di un credito, "l'individuazione della complessiva normativa... si ottiene... aggiungendo di volta in volta, e con gli adattamenti opportuni, alla disciplina del negozio che è il titolo giustificativo della cessione, le norme dettate una per tutte in tema di cessione del credito". Sicché la disciplina contenuta negli artt. 1260-1267 cod. civ. viene integrata dalle norme dello specifico negozio con cui il credito è stato trasferito⁵⁶.

Ne deriva, nell'ipotesi di cessione del credito a titolo oneroso, l'applicazione delle norme sulla vendita⁵⁷ e, in particolare, quelle sulla garanzia per i vizi e sulla mancanza di qualità della cosa venduta. Tuttavia, la distinzione concreta tra le differenti fattispecie di

⁵¹Per tutti, SOTGIA, *La cessione dei crediti*, in *Studi sassaresi*, VIII, 1930, p. 4 ss.

⁵²CICALA, *Il negozio di cessione del contratto*, cit., p. 132 ss.; CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico*, cit., p. 271 ss.; TORRENTE, *In tema di causa della cessione*, in *Giur. compar. dir. civ.*, 1946, p. 54 ss.; MINERVINI, *Lo sconto bancario*, Napoli, 1949, p. 18 ss.

⁵³BIANCA, *Diritto civile. 4*, cit., p. 586; P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, cit., p. 29 ss.; FIGA' TALAMANCA, *Causa variabile e causa alternativa nella cessione del credito*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1991, I, p. 160 ss.

⁵⁴Nonostante qualche autorevole dissenso – P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, cit., p. 33 ss. –, secondo l'orientamento prevalente la cessione non configura negozio autonomo; in luogo di molti altri, v. CICALA, *Il negozio di cessione del contratto*, cit., p. 133 ss.; MINERVINI, *Lo sconto bancario*, p. 28 ss.; DOLMETTA-PORTALE, *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 76.

⁵⁵P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, cit., p. 35.

⁵⁶LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 62, RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato dir. civ. comm.* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1971, p. 228; P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, cit., p. 59 ss.

⁵⁷Che la disciplina sulla vendita sia applicabile alla cessione del credito, lo si può agevolmente dedurre dalla diffusa affermazione che l'oggetto del contratto di vendita non sia la "cosa", bensì il diritto proprietà su una cosa, e che ogni entità suscettibile di costituire "autonomo punto di riferimento di diritti" possa formare oggetto di compravendita; di tal che, indubbiamente anche un diritto di credito; così, LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 51. V. inoltre DOLMETTA, *Cessione dei crediti* (voce), in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., IV, Torino, 1989, p. 287, il quale non dubita che la cessione dei crediti sia da ricondurre nell'ambito della categoria degli atti di disposizione volontaria dei diritti e, nello specifico, tra gli atti di alienazione dei diritti reali.

vizio è tutt'altro che agevole, tanto più allorché l'oggetto della vendita sia un credito.

Quanto alla garanzia per vizi, come ognuno sa, il vizio assume rilevanza se rende inidonea, in tutto o in parte, la cosa all'uso cui è destinata ovvero ne riduca in modo considerevole il valore. Sovente, esso viene inteso come "imperfezione o anomalia strutturale, di natura materiale, derivante da difetti di fabbricazione, formazione o conservazione della cosa"⁵⁸; ciò che sottenderebbe il requisito della materialità della cosa e, in concreto, precluderebbe l'applicazione di questa garanzia alla vendita del credito⁵⁹. Tutto ciò indurrebbe ad escludere che la garanzia per vizi possa applicarsi, se non in via analogica⁶⁰, direttamente all'alienazione di un credito.

Diversamente, la fattispecie in esame potrebbe farsi rientrare nella mancanza di qualità ex art. 1497 cod. civ. Difatti, la promessa di una qualità non soltanto può concernere "qualsiasi attributo strutturale o funzionale del bene"⁶¹, ma, inoltre, non è necessariamente esplicita, potendo anche desumersi implicitamente; la cessione di un credito nominalmente assistito da ipoteca potrebbe quindi sottendere la promessa della garanzia. Nondimeno, la ricostruzione della garanzia del credito alla stregua di "qualità" non è pacifica. Parte della dottrina ritiene più corretto circoscrivere la sfera di operatività della garanzia di cui all'art. 1497 cod. civ. alle sole ipotesi di qualità materiali⁶², sostenendo che la "mancanza di qualità giuridiche" sia invece riconducibile alla fattispecie della "mancanza di vantaggi giuridici promessi", soggetta all'applicazione analogica dell'art. 1489 cod. civ.⁶³. All'opposto, la giurisprudenza faceva talora rientrare

⁵⁸LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 319.

⁵⁹Con valide argomentazioni – tra cui, tra l'altro, l'art. 1490 cod. civ. che parla di "cosa venduta", l'art. 1495 cod. civ. che in materia di prescrizione menziona la "consegna" della cosa, e, ancora, l'art. 1513 cod. civ. che in materia di verifica preventiva presuppone logicamente la materialità della cosa – la dottrina propende per ritenere che il vizio postuli tale materialità; cfr. ZACCARIA, *La garanzia dell'esistenza*, cit., p. 374; RUBINO, *La compravendita*, cit., p. 772; BIANCA, *La vendita e la permuta*, Torino, 1993, p. 801 ss.

⁶⁰F. MARTORANO, *La tutela del compratore per i vizi della cosa*, Napoli, 1959, p. 9.

⁶¹LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 321.

⁶²Per tutti, LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 321 ss.

⁶³BIANCA, *La vendita*, cit., p. 826 ss.; LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 299; RUBINO, *La compravendita*, cit., p. 704.

tra le qualità promesse le qualità giuridiche del bene⁶⁴, e un'altra dottrina non dubita che l'"assicurazione della presenza di un diritto accessorio" configuri qualità promessa⁶⁵. Ora, vien da chiedersi se nel caso in esame si possa configurare persino un difetto di "qualità essenziale", ovvero sia di una caratteristica talmente importante da pregiudicare la possibilità per il creditore di conseguire il pieno soddisfacimento del proprio interesse⁶⁶. Ciò che, come si dirà fra breve, non pare troppo lontano dal vero nell'ipotesi di un NPL che, prospettato come *secured* – cioè assistito da una garanzia immobiliare – si riveli *unsecured*.

Invero, i due orientamenti determinano una diversa forma di tutela per l'acquirente del credito, giacché soltanto l'art. 1492 cod. civ. – in materia di vizi – prevede, in alternativa alla risoluzione del contratto, la possibilità di chiedere una riduzione del prezzo; rimedio che non solo prescinde dal giudizio di responsabilità del cedente, ma che soprattutto assumerebbe una sicura utilità nel caso specifico del credito alienato. Laddove, invece, l'art. 1497 cod. civ. – in materia di qualità promesse – richiama le disposizioni generali in materia di inadempimento⁶⁷, sicché il cessionario del credito avrebbe diritto (soltanto) alla risoluzione del contratto e/o al risarcimento del danno⁶⁸.

Improbabile sembra, invece, ricondurre l'ipotesi in questione all'*aliud pro alio*. Certo, si potrebbe anche assumere che un credito chirografario appartenga *lato sensu* ad un genere o, quantomeno, ad una specie differente rispetto ad un credito garantito;

⁶⁴Cfr. Cass. 26 gennaio 1982, n. 508, in *Giust. civ. Mass.*, 1982, p. 178; Cass. 13 gennaio 1984, n. 276, in *Foro it.*, 1985, I, p. 2383; App. Cagliari 16 settembre 1985, in *Riv. giur. sarda*, 1989, p. 25 ss.

⁶⁵ZACCARIA, *La garanzia dell'esistenza*, cit., p. 376.

⁶⁶Cfr. ZACCARIA, *La garanzia dell'esistenza*, cit., p. 377; RUBINO, *La compravendita*, cit., p. 765 ss.

⁶⁷Salvo, però, quanto previsto dal comma 2 in punto di termini di prescrizione e decadenza, che, in deroga alla disciplina generale *ex art. 1453 ss. cod. civ.*, sono quelli più brevi stabiliti per la garanzia per vizi.

⁶⁸Ciò a meno di non voler affermare che alla mancanza di qualità, in quanto recante un difetto materiale della cosa preesistente alla conclusione del contratto, si imponga l'estensione delle norme *ex artt. 1490-1495 cod. civ.* in materia di vizi; così, LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 314-315, il quale non ritiene giustificabili differenze di disciplina tra il vizio e la mancanza di qualità; nel medesimo senso, BIANCA, *La vendita*, cit., p. 888.

il che potrebbe essere avvalorato da chi⁶⁹ sostiene che la diversità possa investire anche “non la cosa nella sua materialità ma il diritto ... in un suo attributo squisitamente giuridico”. Sennonché, non si comprenderebbe come il credito, chirografario anziché garantito, possa rivelarsi – secondo quanto statuito dalla giurisprudenza dominante in materia di *aliud pro alio* – “incapace di assolvere la destinazione economico-sociale della *res vendita* ... e quindi di soddisfare quei concreti bisogni che indussero l’acquirente ad effettuare l’acquisto”⁷⁰. È ben vero che l’inquadramento della cessione in esame nell’*aliud pro alio* gioverebbe al cessionario, posto che l’azione di risoluzione è soggetta all’ordinaria prescrizione decennale e a nessun termine di decadenza; ma, a questo punto, si potrebbe evitare il richiamo alle norme sulla vendita, applicando semplicemente la disciplina dell’inadempimento contrattuale di cui agli artt. 1218 ss. e 1453 ss. cod. civ.

A prescindere dalla ricostruzione che si voglia condividere, l’inadempimento imputabile al cedente dà diritto al cessionario del credito privo della garanzia al risarcimento del danno. Occorre ora soffermarsi su un ulteriore, differente, aspetto; e, quindi, richiamare una nota disposizione in materia di inadempimento delle obbligazioni, ossia quella contenuta nell’art. 1227 cod. civ., la quale disciplina, da un lato, il principio del concorso di colpa del danneggiato e, dall’altro, il dovere del danneggiato di evitare il danno⁷¹.

Tale norma è volta a delimitare l’estensione del danno risarcibile; sicché, in virtù

⁶⁹LUMINOSO, *La compravendita*, cit., p. 313.

⁷⁰Per tutte, Cass. 23 marzo 1999, n. 2712, in *Notariato*, 1999, p. 307.

⁷¹Le due fattispecie non sono confondibili posto che mentre la prima concerne il danno “che il fatto obiettivamente colposo del danneggiato concorre a causare” - BIANCA, *Diritto civile*, 5, cit., p. 142 -, la seconda riguarda il c.d. danno evitabile - su cui v. ROSSELLO, *Il danno evitabile: la misura della responsabilità tra diligenza ed efficienza*, Padova, 1990, p. 69 ss. - ossia il danno che, pur avendo causa esclusiva nell’inadempimento o nell’illecito, il creditore avrebbe potuto – e dovuto – evitare con l’uso dell’ordinaria diligenza.

Invero tale distinzione, molto netta quantomeno ad una prima lettura, in passato ha indotto la dottrina maggioritaria a ritenere che, mentre la prima disposizione attenesse al concorso del creditore nell’inadempimento, la seconda concernesse (esclusivamente) non l’evento lesivo *per se* bensì gli ulteriori pregiudizi da esso derivanti; Per tutti, SALVI, *Risarcimento del danno* (voce), in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, p. 1084 ss.

dello specifico dovere di correttezza, inteso a evitare il danno causato dal comportamento illecito del danneggiante, occorre individuare le conseguenze che erano evitabili o che, comunque, un comportamento attivo e diligente del debitore avrebbe potuto ridurre o eliminare; tale valutazione diviene rilevante ai fini della determinazione del danno da risarcire⁷².

Questa disposizione potrebbe assumere rilievo nella vicenda in esame, ove si voglia prospettare una corresponsabilità del cessionario-acquirente del credito che non abbia adottato la dovuta diligenza nella fase precedente l'acquisto.

L'acquisto di un credito ovvero di un pacchetto di crediti è infatti preceduta da una complessa fase – c.d. *pre-acquisition due diligence* – volta a far acquisire al potenziale acquirente tutte le informazioni che possano rivelarsi utili alla valutazione del credito e, in definitiva, alla formulazione del prezzo. In particolare, con riferimento ai crediti garantiti da ipoteca, si dovrebbe avere riguardo al grado delle ipoteche giudiziali iscritte dalla banca che aliena il credito, nonché al valore di perizia degli immobili oggetto di ipoteca giudiziale⁷³. Anzi, l'esame delle garanzie di un *non performing* rappresenta forse l'indagine principale da compiersi; si pensi, ad esempio, al rilievo delle garanzie con riferimento agli UTP. Questi ultimi non solo costituiscono esposizioni assimilate agli NPL ai fini del *Calendar provision*, ma soprattutto si caratterizzano per ciò, che la banca reputa improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali, senza il ricorso all'escussione delle garanzie.

Pertanto, l'omissione di verifica dell'esistenza delle ipoteche da parte del cessionario potrebbe rappresentare una leggerezza le cui conseguenze non siano interamente imputabili al cedente; tanto più laddove il cessionario di un NPL sia un soggetto professionale specializzato, che non può essere qualificato come contraente

⁷²Beninteso, senza escludere del tutto il risarcimento del danno, ma tendenzialmente a ridurne l'ammontare. Il risarcimento del creditore sarà invece totalmente escluso allorquando l'evento dannoso possa addebitarsi interamente al danneggiato; così, BIANCA, *Diritto civile*. 5, cit., p. 143.

⁷³CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 21.

debole ed inesperto ma, anzi, la cui diligenza e buona fede nelle trattative deve essere commisurata a quella di un operatore commerciale esperto del settore⁷⁴.

5. Alla luce di quanto sinora osservato, la condanna del cedente al risarcimento del danno non può stupire. Così, secondo il principio di diritto enunciato dalla S. corte, per un verso, colui che trasferisce un credito non assistito dall'ipoteca promessa, si è "reso inadempiente degli impegni contrattualmente assunti", e, per altro verso, tale comportamento è "susceptibile di determinare al cessionario un danno autonomo rispetto a quello derivante dall'inadempimento".

Se, però, da un lato, pare indubitabile che nella vicenda in esame sia rinvenibile l'inadempimento da parte del cedente, dall'altro lato, meritano qualche osservazione le due fattispecie di danno individuate. La Cassazione distingue infatti l'ipotesi in cui sia intrapresa – e conclusa – l'azione esecutiva dal cessionario, nel qual caso la liquidazione del danno "corrisponde in concreto alla minor somma fra la parte del credito rimasta insoddisfatta e l'importo ulteriore che il creditore avrebbe potuto riscuotere in sede esecutiva se egli avesse potuto espropriare il bene che avrebbe dovuto essere oggetto dell'ipoteca mancante" , dall'ipotesi in cui l'azione esecutiva non sia stata esperita ovvero non sia conclusa, nel qual caso la liquidazione del danno avviene con giudizio necessariamente equitativo secondo un criterio prospettico. Ebbene, questa seconda configurazione di danno stimola qualche riflessione.

Nell'interpretazione della S. corte, il pregiudizio origina da un deprezzamento del c.d. valore di circolazione del credito, posto che "l'inesistenza o l'invalidità di una garanzia ipotecaria ... incidono considerevolmente sul valore di circolazione del credito, giacché, in caso di inadempienza del debitore, rendono meno sicuri i tempi e la misura della riscossione forzata". Con riferimento al valore di circolazione del credito, è

⁷⁴In ogni caso, resterebbe ferma la regola generale sull'onere probatorio di cui all'art. 2697 cod. civ., che impone al danneggiante di provare che il danneggiato, usando la dovuta diligenza, avrebbe potuto evitare in tutto o in parte il danno; in particolare, il cedente sarebbe onerato dal dimostrare le circostanze che rendevano manifesta al cessionario la possibilità di intervenire utilmente per scongiurare il danno.

agevolmente immaginabile che il ricavato dell'alienazione di un credito chirografario sia inferiore a quello che si rinverrebbe dall'alienazione di un credito astrattamente omologo garantito da ipoteca. Ma il percorso seguito dalla Cassazione è tutt'altro che banale, dal momento che essa, prendendo le mosse da alcuni concetti di matematica finanziaria quali la *loss given default*, perviene ad una conclusione che sembra avere solide giustificazioni economico-finanziarie oltre che giuridiche.

Seguendo un percorso opposto, si potrebbe negare l'esistenza di un danno *in re ipsa*, obiettando che, ai fini della determinazione del danno non solo nel *quantum* ma persino nell'*an*, occorrerebbe attendere la infruttuosa riscossione del credito⁷⁵. In particolare, muovendo dalla considerazione della garanzia quale utile ombrello protettivo solo *eventualmente* azionabile dal creditore⁷⁶, si potrebbe assumere che, qualora il debitore sia adeguatamente patrimonializzato, questi sarebbe in grado di adempiere il debito senza la necessità di escussione della garanzia; e in tal caso, nonostante l'inesistenza dell'ipoteca, non vi sarebbe pregiudizio per il cessionario. Ma una simile interpretazione non è neppure astrattamente ipotizzabile.

Si ritiene infatti generalmente accettata l'idea che la credibilità economica dell'operazione di cessione del credito fondi sul valore economico e non nominale del credito⁷⁷; le garanzie, ove in concreto esistenti, "rafforzano la potenzialità di recupero del cessionario e fanno "lievitare" il valore del credito"⁷⁸. D'altra parte, è inconfutabile che, ai fini della cessione, il valore netto dei crediti viene determinato "nel riferimento alla loro anzianità, all'esistenza di garanzie, alla previsione dei tempi di recupero ovvero

⁷⁵Ciò che sarebbe di non poco rilievo, giacché, come è evidente, la valutazione equitativa del danno suppone la impossibilità o difficoltà di prova sull'ammontare, ma non sull'esistenza del danno. V., sul punto, BIANCA, *Diritto civile. 5. La responsabilità*, Milano, 1997, p. 165.

⁷⁶Il che trova espressione nella nota concezione dell'ipoteca come "diritto al valore", e non "sul valore" – RUBINO, *L'ipoteca immobiliare e mobiliare*, in *Trattato dir. civ. comm.* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1956, p. 6 – di un determinato bene. Secondo tale ricostruzione teorica, la nozione di valore non individuerrebbe l'oggetto del diritto (né tantomeno il bene oggetto del vincolo), bensì "un diritto di natura sostanziale: il diritto a conseguire... in caso di inadempimento del debitore... il ricavato... dall'aggiudicazione": così, GABRIELLI, *Studi sulle garanzie reali*, Torino, 2015, p. 15 alla nota 34.

⁷⁷Per tutti, VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 56.

⁷⁸VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 56.

al riscontro di ulteriori dati significativi al riguardo”⁷⁹.

Le formulazioni della dottrina sul punto potrebbero essere infinite, ma pressoché tutte convergenti verso un unico centro, per cui si può con fermezza affermare il “maggior valore del credito garantito di fronte a quello non garantito”⁸⁰. È però ragionevole ritenere che la sussistenza di un concreto, ancorché prospettico, pregiudizio non possa essere astrattamente affermata né negata, richiedendosi invece una valutazione del caso concreto da parte del giudice. Non può, quindi, che condividersi il ragionamento della S. corte, secondo cui occorra “ponderare la misura della probabilità in cui il debitore si renderà inadempiente e, nell’ambito di questa probabilità, prevedere quanto la mancanza della garanzia possa ridurre le aspettative di integrale soddisfazione del credito”.

Al di là di queste riflessioni, per così dire, civilistiche, il ragionamento intorno alla rilevanza di una garanzia - immobiliare - del credito si colora di significato in relazione alla specifica tematica dei *non performing*, ancor più alla luce della disciplina del *Calendar provision*. Difatti, la principale classificazione degli NPL che emerge dai dettami comunitari si basa sulla esistenza o meno di una garanzia. Ai fini della determinazione dell’ammontare delle svalutazioni prudenziali - anche integrali - l’art. 47-*quater*, comma 2, del Regolamento CRR⁸¹ stabilisce tempistiche e percentuali di svalutazione differenti a seconda che si tratti di crediti *secured*, ovvero di crediti garantiti da altro tipo di garanzia, ovvero, ancora, di crediti non protetti da alcuna garanzia. Precisamente, la svalutazione integrale dei crediti *secured*, di quelli forniti di una garanzia diversa da quella immobiliare, e di quelli chirografari, avverrà una volta trascorsi, rispettivamente, 9 anni, 7 anni e 3 anni dalla classificazione come esposizione deteriorata. Invero, in Italia, proprio il fattore temporale è destinato a creare i maggiori problemi, dal momento che l’eccessiva lunghezza dei tempi delle procedure di recupero crediti,

⁷⁹CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 21.

⁸⁰Cfr. GORLA, *Le garanzie reali dell’obbligazione*, Milano, 1935, p. 8.

⁸¹Analogamente, già le Linee guida della BCE (nonché l’*Addendum*), pur con tempistiche più ristrette: i crediti non garantiti dovevano essere integralmente svalutati entro 2 anni e quelli garantiti entro 7.

dovuta ai noti ritardi della giustizia civile⁸², determina un accumulo strutturale di NPL e rende difficili i recuperi entro i 3 anni previsti, ad esempio, per i crediti non garantiti.

Indubbiamente, l'analisi del portafoglio dei crediti deteriorati esistenti, distinti tra garantiti e non, diviene fondamentale per le banche, nella prospettiva di ridurre il livello degli accantonamenti; e, per quanto qui rileva, risalta ancor più la differenza di valore fra un credito garantito da ipoteca e uno privo di garanzie.

6. I principi affermati dalla Cassazione nella sentenza annotata, per l'originalità e anche per l'assenza di precedenti, hanno potenzialmente rilevanti implicazioni nella pratica. Così, l'affermazione della responsabilità del cedente nei sensi esaminati potrebbe avere un forte impatto sulle operazioni di acquisizione di NPL, specialmente per quanto concerne la fase di negoziazione e la determinazione del prezzo di cessione.

Ma in verità, il punto che emerge chiaro da questa vicenda è che la disciplina della cessione dei crediti prevista dal codice civile si rivela inadeguata alla gestione degli NPL e, in particolare, "a tutelare le diverse sfere d'interessi coinvolte"⁸³. Al di là della fattispecie qui verificatasi, basti solo pensare, tra i molteplici rischi intrinseci della circolazione del credito, al problema delle cessioni plurime dello stesso credito, la cui soluzione rimane affidata al criterio della priorità della notifica e dell'accettazione⁸⁴.

La delicatezza e la rilevanza, anche sistemica, delle operazioni di dismissione degli NPL richiederebbero invece una disciplina speciale, uniforme, che, oltre all'assenza di vincoli formali, garantisca speditezza e sicurezza della circolazione del credito e, al contempo, un'agevole depurazione dei bilanci bancari. Certo, negli ultimi anni vi sono stati dei pur significativi sviluppi *in subiecta materia*. Intanto, sono stati varati alcuni

⁸²VISCO, *Le norme europee sul calendar provisioning*, cit., ad avviso del quale il sistema di *Calendar provision* "non costituirebbe un problema qualora i tempi del recupero dei crediti deteriorati (escussione giudiziale e extragiudiziale delle garanzie; meccanismi di gestione delle crisi d'impresa) fossero efficaci ed allineati a quelli prevalenti nel resto d'Europa"; analoghe riflessioni sono compiute da BLANDINI, *Crediti deteriorati*, cit., p. 270.

⁸³PICARDI, *Cessione dei crediti*, cit., p. 207.

⁸⁴VALENTINO, *Le cessioni dei crediti*, cit., p. 98 ss.

provvedimenti normativi *ad hoc* al fine di facilitare soluzioni di tipo negoziale, come il Sistema di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze⁸⁵ – c.d. *GACS* –, introdotto nell’ordinamento italiano dal d.lgs. 18/2016 conv. in l. 49/2016, al precipuo scopo di soccorrere le banche nella riduzione degli NPL. Inoltre, un posto di sicuro rilievo tra le novità lo ricoprono i c.dd. *Oicr* ad apporto, cui si accennava all’inizio del commento. Difatti, questa tecnica realizza una “sostanziale trasformazione dei crediti deteriorati in quote partecipative negli *Oicr*”⁸⁶, e consente alle banche di trarre da siffatte cessioni persino un profitto, che coincide col risultato della gestione dell’*Oicr*; e analoghe considerazioni potrebbero compiersi con riferimento alla gestione degli NPL effettuata dalle *Sicaf*.

Tuttavia, la strada verso un’efficace riduzione, tendente all’azzeramento, degli NPL è ancora lunga, per molteplici ragioni, anche politiche, cui non è possibile dar conto in questa sede. Indubbiamente, e come è stato puntualmente rilevato, sovente “i variegati rimedi, attivati dagli operatori e persino dal regolatore, s’infrangono di fronte alla ingente mole dei crediti *non performing* ed al ritardo di una soddisfacente ripresa che arresti il “ciclo negativo” che è a monte del processo formativo dei medesimi”⁸⁷. In quest’ambito, rappresenta senza dubbio un elemento positivo la presa di coscienza da parte delle Autorità europee della necessità di individuare un’armonizzata strategia operativa per affrontare le esposizioni deteriorate al fine di rafforzare l’intero sistema finanziario⁸⁸. Significativa, al riguardo, è la Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali, che dovrebbe, tra l’altro, introdurre una procedura di escussione

⁸⁵Su cui cfr. MESSINA-GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in *Riv. dir. banc.*, 2016; MAGGIOLINO, *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 113 ss.; GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, I, p. 472 e ss.

⁸⁶CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL*, cit., p. 249. E v., sul punto, LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 174 ss.

⁸⁷CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti*, cit., p. 46.

⁸⁸Cfr. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 99.

extragiudiziale accelerata delle garanzie al fine di rendere più efficiente il recupero dei crediti⁸⁹.

Se, per far fronte al problema di smaltimento degli NPL, da tempo si invoca una società di gestione a livello europeo⁹⁰, una vera e propria *bad bank*, che possa affrontare la massa aggregata dei crediti deteriorati degli istituti dell'intera UE, la soluzione, tuttavia, come autorevolmente obiettato⁹¹, non può essere quella proposta da Enria, secondo cui, per evitare una mutualizzazione dei rischi, le perdite finirebbero per essere ripartite in base alla nazionalità delle banche di origine e a ciascun sistema nazionale corrispondente; ciò che si tradurrebbe in null'altro che una penalizzazione per alcuni Paesi dell'UE.

Soprattutto, l'introduzione della normativa in materia, tra l'altro, di *Calendar provision*, stante l'impossibilità di rinvii nella sua applicazione nel nostro ordinamento, impone al regolatore ulteriori e più incisivi sforzi per contenere il fenomeno dei crediti deteriorati, al contempo, senza pregiudicare gli intermediari più deboli. Con tutta evidenza, le nuove regole rischiano di pregiudicare specialmente le banche di dimensioni inferiori (e ovviamente i relativi clienti); si pensi, ad esempio, alle BCC, "radicate su territori molto ben individuati e spesso assai ridotti anche geograficamente, che sapientemente erogano credito considerando le qualità della clientela anche in zone di scarso o nullo interesse per le banche di caratura maggiore"⁹². Ebbene, è ragionevole ipotizzare che realtà simili, diverse dai solidi colossi bancari, difficilmente riusciranno a reggere l'onda d'urto del combinato disposto tra NPE *ratio* del 5%, *calendar provision* e nuova definizione di *default*.

Il reale problema dell'attuale normativa risiede nel - già noto - contrasto tra

⁸⁹Su cui v. NATOLI, *L'escussione stragiudiziale accelerata delle garanzie reali nella proposta di Direttiva sui crediti deteriorati (NPL)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 68 ss.

⁹⁰V. ENRIA, in un articolo pubblicato sul *Financial Times* dal titolo *Sulla qualità degli attivi bancari stavolta dobbiamo fare meglio*; ENRIA, *The UE banking sector – risks and recovery. A single market perspective*, ESM, 30 January 2017, in <https://www.eba.europa.eu/>.

⁹¹CAPRIGLIONE, *L'industria finanziaria*, cit., p. 12.

⁹²Cfr., anche per ulteriori riflessioni, BLANDINI, *Crediti deteriorati*, cit., p. 272.

“l'omogeneità definatoria nella classificazione delle esposizioni deteriorate” e la “disomogeneità ambientale macroscopica e strutturale”⁹³, che si traduce in un'applicazione della disciplina in fatto discriminatoria nei confronti degli intermediari più deboli e, più ampiamente, nei confronti di alcuni peculiari contesti. Basti pensare al problema dei ritardi nella giustizia civile italiana o, ancora, alla diffusa prassi imprenditoriale di accettare termini di pagamento piuttosto lunghi, a fronte dei quali il termine di 90 giorni - come indicativo dello stato di salute del credito - si rivela del tutto inadeguato. Tutti questi aspetti, ambientali ovvero strutturali, non sono minimamente considerati dalla disciplina in materia di NPL, laddove, invece, sarebbe opportuna, forse, l'implementazione del principio di proporzionalità anche nell'ambito delle gestioni dei crediti deteriorati⁹⁴.

Certo, se queste riflessioni possono valere per la gestione degli NPL esistenti, la vera sfida resta quella di realizzare quell'auspicato “rinnovamento culturale”⁹⁵, che, per il futuro, risolva il problema a monte, e cioè scoraggi la concessione di prestiti effettuata “a condizioni e in modalità tali da rendere ineludibile la loro trasformazione in NPL”⁹⁶.

Enrico Locascio Aliberti

Ricercatore di Diritto commerciale

nell'Università degli Studi di Napoli “Federico II”

⁹³ANTONUCCI, *Crediti deteriorati, discriminazione, proporzionalità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, suppl. 2, p. 54.

⁹⁴ANTONUCCI, *Crediti deteriorati, discriminazione*, cit., p. 54, rileva che dal momento che “la proporzionalità è faticosamente emersa come valvola di riequilibrio della normativa *one size* ... anche con riferimento ai crediti deteriorati ci troviamo di fronte ad una normativa *one size*, rispetto alla quale l'assorbimento dei rischi di discriminazione richiede la messa a punto di parametri adeguati a pesare le disomogeneità ambientali”

⁹⁵CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL*, cit., p. 223.

⁹⁶CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL*, cit., p. 223.