

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - V. LEMMA  
M. PELLEGRINI - A. SACCO GINEVRI - M. SEPE  
V. TROIANO - A.F. URICCHIO

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

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

## *Comitato di Direzione*

M. Andenas - F. Capriglione - V. Lemma - M. Pellegrini - A. Sacco Ginevri - M. Sepe -  
V. Troiano - A.F. Uricchio

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

F. Affinito - G. Alfano - N. Casalino

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P.E. Corrias, C.G. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, F. Guarracino, I. Ingravallo, S. Landini, R. Lener, E.M. Lombardi, P. Lucantoni, G. Luchena, L. Ludovici, A. Mauro, N. Lupo, A. Mangione, P. Marano, G. Martina, R. Miccù, G. Melis, A. Miglionico, A. Minto, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, C. Pistocchi, M. Rabitti, F. Rasi, P. Reichlin, F. Riganti, I. Sabbatelli, A. Sciarrone Alibrandi, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

### REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarsi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di Direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

### I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

Leonardo Di Brina - Luca Di Donna - Giovanni Luchena - Pierpaolo Marano

Alessio Mauro - Andrea Miglionico - Federico Riganti - Illa Sabbatelli

## **PARTE PRIMA**

### **ARTICOLI**

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Il credito ai consumatori e la Direttiva (UE) 2023/2225. Riflessioni introduttive* (Credit agreements for consumers and Directive 2023/2225/EU. Opening Reflections).....367

SARA LANDINI – *Le sfide della professione forense e diritto dell'economia* (The challenges of the forensic profession and Economic Law).....398

BRUNELLA RUSSO – *Diritto dell'economia tra valori costituzionali e inclusione sociale: nuovi strumenti di soft law e regolazione etica dei mercati* (Economic Law between constitutional values and social inclusion: new soft law tools and ethical market regulation).....418

LUCA VERNERO – *Il lending crowdfunding: definizione normativa e sviluppi del mercato* (Lending crowdfunding: legislative definition and market developments).....456

## **PARTE SECONDA**

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

MICHELE SANCES – *Il regime europeo delle concentrazioni a un bivio: l'articolo 22 EUMR dopo il caso Illumina/Grail e il ruolo emergente dei meccanismi nazionali di call-in* (Merger regulation at a crossroads: article 22 EUMR after Illumina/Grail and the emerging role of national call-in powers) nota alla sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 3 settembre 2024.....166

PARTE PRIMA

ARTICOLI

## **IL CREDITO AI CONSUMATORI E LA DIRETTIVA (UE) 2023/2225. RIFLESSIONI INTRODUTTIVE**

(Credit agreements for consumers and  
Directive 2023/2225/EU. Opening Reflections)

**ABSTRACT:** *La disciplina della tutela del consumatore nel mercato finanziario ha subito una significativa trasformazione con l'adozione della Direttiva 2023/2225/UE, che ha sostituito il precedente quadro normativo. L'ambito di applicazione della normativa previgente in materia è stato ampliato, tenendo conto dei cambiamenti introdotti dagli sviluppi tecnologici nel mercato del credito ai consumatori, nonché dell'evoluzione delle preferenze dei consumatori.*

*In precedenza, la Direttiva 87/102/CEE era modellata sul rapporto trilaterale tra consumatore, produttore e finanziatore, considerato il proprium negoziale del credito al consumo; con essa emerse un corpus normativo relativo alle operazioni di mercato che tutelava indirettamente il consumatore quale parte debole del rapporto. Successivamente, con la Direttiva 2008/48/CE, il legislatore europeo compì un salto qualitativo: abbandonò il modello dell'armonizzazione minima in favore di un'armonizzazione quasi totale, finalizzata a garantire la piena comparabilità dei prodotti di credito e la parità concorrenziale tra gli operatori.*

*Più recentemente, la Direttiva (UE) 2023/2225 ("CCD II") segna un cambiamento normativo di rilevanza sistemica, non solo perché recepisce le innovazioni tecnologiche (digital lending, piattaforme online di credito, modelli buy now pay later, ecc.), ma anche perché riformula il paradigma della tutela del consumatore nel contesto della sostenibilità finanziaria; ciò attraverso il raggiungimento di un equilibrio tra la libertà di prestazione dei servizi e la protezione dell'utente, in linea*

---

*(\*) Si riporta il testo della relazione svolta nel convegno "Il nuovo credito ai consumatori e la direttiva (UE) 2023/2225", svoltosi il 5-6 novembre 2025 presso l'Università Guido Carli.*

*con l'articolo 114 TFUE (volto alla tutela della concorrenza) e con la logica del mercato unico dei capitali.*

*The regulation of consumer protection in the financial market has undergone a significant transformation with the adoption of Directive No. 2023/2225/EU, which has replaced the existing regulatory framework. The scope of application of the previous legislation in this field has been expanded, taking into account the changes brought about by technological developments in the consumer credit market, as well as the evolution of consumer preferences.*

*In the past, Directive 87/102/EEC was shaped by the trilateral relationship between consumer, producer, and financier, to be regarded as the distinctive contractual feature (proprium negoziale) of consumer credit; with it emerged a body of law concerning market transactions that indirectly protected the consumer as the weaker party in the operation. Subsequently, with Directive 2008/48/EC, the European legislator took a qualitative leap: it abandoned the model of minimum harmonization in favor of an almost total harmonization, aimed at ensuring the full comparability of credit products and competitive equality among operators.*

*Most recently, Directive (EU) 2023/2225 ("CCD II") marks a regulatory shift of systemic significance, not only because it incorporates technological innovations (digital lending, online credit platforms, buy now pay later models, etc.), but also because it reformulates the paradigm of consumer protection within the context of financial sustainability; this by achieving a balance between the freedom to provide services and user protection, in line with Article 114 TFEU (aimed at safeguarding competition) and with the logic of the single capital market.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa - 2. Uno sguardo retrospettivo: la direttiva del 1987 - 3. La svolta disciplinare del 2008 - 4. Evoluzione del quadro normativo europeo sul credito al consumo: la

direttiva (UE) 2023/2225... - 5. Segue: ...specificità delle innovazioni disciplinari - 6. Centralità della supervisione e apparato sanzionatorio - 7. Qualche considerazione conclusiva.

1. Ringrazio Mirella Pellegrini ed Antonio Davola per avermi invitato a partecipare con qualche considerazione introduttiva ai lavori di questo interessante convegno dedicato alla tematica del credito al consumo, di recente oggetto di una direttiva europea che ha rivisitato la previgente regolazione. Si tratta, com'è noto, di materia che non solo tocca il cuore della tutela del consumatore nel mercato finanziario, bensì riflette anche l'evoluzione più profonda del diritto dell'economia europea, in un contesto segnato da innovazione tecnologica, digitalizzazione e crescente attenzione alla sostenibilità sociale del credito.

La nuova direttiva n. 2023/2225/UE, destinata a sostituire l'attuale quadro normativo, segna un decisivo passo verso la modernizzazione della regolazione concernente il 'credito al consumatore', *i.e.* l'acquirente che richiede un finanziamento ovvero è finanziato, la cui posizione soggettiva già in tempi lontani era stata analizzata attentamente da parte di un'autorevole dottrina.<sup>1</sup>

Essa innova la disciplina introdotta dalla direttiva n. 2008/48/CE la quale aveva innalzato la trasparenza a valore fondante di un sistema concorrenziale, avendo puntualizzato che solo la piena conoscibilità delle condizioni di credito consente al consumatore di operare scelte razionali. Da qui la rilevante modifica recata al ruolo del cd. contraente debole: questi abbandona, infatti, la sua pregressa connotazione, che ne collocava la figura in una stretta dimensione negoziale, per assumere la fisionomia di appartenente a un gruppo sociale ben definito, in grado di partecipare al mercato in una posizione che lo vede consapevole degli esiti delle sue scelte in ambito finanziario. Si è in presenza, quindi, di un contesto regolatorio caratterizzato

---

<sup>1</sup> Cfr. OPPO, *Presentazione a AA.VV., La disciplina comunitaria del credito al consumo*, a cura di Capriglione, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 15, 1987, p. 11.

da una saldatura tra criteri di giustizia sostanziale e di efficienza economica, che consente al consumatore il significativo passaggio dall'appartenenza a una categoria di soggetti bisognevoli di apposite forme di tutela a libero operatore del mercato.

La direttiva, oggetto d'esame nel convegno odierno, amplia in modo significativo l'ambito di applicazione della previgente normativa in materia, tenendo conto dei cambiamenti recati dagli sviluppi tecnologici al mercato del "credito al consumo, sia sul versante dell'offerta che su quello della domanda, tra i quali rileva la comparsa di nuovi prodotti e l'evoluzione del comportamento e delle preferenze del consumatore" (*considerando* n. 4). Nello specifico, essa estende la portata dispositiva della disciplina in parola, approdando ad una 'armonizzazione massima' in quanto: a) viene rafforzata la trasparenza precontrattuale e i meccanismi di valutazione del merito creditizio, introducendo chiari limiti all'uso di algoritmi e dati personali; b) si consolida la tutela contro il sovraindebitamento, prevedendo anche il ricorso all'educazione finanziaria e la responsabilità sociale degli intermediari; c) si riconosce un ruolo di primaria importanza alla coerenza delle informazioni le quali devono essere fornite tenendo conto dell'interoperabilità dei canali digitali, altresì attestando l'esigenza di una pubblicità responsabile e di un'adeguata protezione dei soggetti vulnerabili.

Si è in presenza di una regolazione composita alla quale si ricollega un'ampia problematica che riflette, per un verso, la complessità del nuovo sistema normativo, per altro la difficoltà di interpretare adeguatamente un mercato creditizio radicalmente mutato per effetto dell'innovazione tecnologica e dell'economia dei dati.

2. Mi sia consentita, a questo punto, una breve riflessione personale. Ho avuto, negli anni ottanta del '900, il privilegio di far parte del gruppo di lavoro che elaborò la prima direttiva comunitaria in materia di credito al consumo (87/102/CEE),

pubblicata nel 1987, i cui esiti furono analizzati in un volume pubblicato dalla Banca d'Italia.<sup>2</sup> Fu per me una significativa esperienza in quanto partecipai ad incontri che, in un certo senso, attuarono un laboratorio di diritto europeo *ante litteram*. Vennero poste, infatti, in tale contesto, le basi concettuali per il passaggio della tutela del consumatore da una fase di protezione del contraente debole ad un'altra volta a salvaguardare la capacità decisionale ed il ruolo autonomo di una persona che è attore nell'aggregato sociale e nel mercato; donde l'avvio di un processo disciplinare che segna la transizione dalla riferibilità dell'intervento legislativo alla dimensione soggettiva dell'operatore alla definizione delle condizioni che legittimano la presenza attiva di quest'ultimo nella integrazione economica.

Al riguardo, va tenuto presente che fin dagli inizi degli anni settanta un intenso programma di interventi a protezione dei consumatori contraddistingue la politica comunitaria,<sup>3</sup> dalla creazione a cura della Commissione di apposite strutture organizzative funzionalizzate alla salvaguardia dei relativi interessi,<sup>4</sup> all'adozione di una risoluzione nel 1975 che riordina tutte le iniziative in corso, armonicamente coordinandole con le indicazioni formulate dal Consiglio d'Europa nella Carta del 1973, contenente l'elencazione dei «diritti dei consumatori».<sup>5</sup> La direttiva del 1987 muoveva da un approccio volto essenzialmente ad armonizzare le discipline comunitarie, donde il suo carattere formalistico mirato a creare un terreno comune per il credito al consumo nei vari Stati membri.

---

<sup>2</sup> Cfr. AA.VV., *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, cit.

<sup>3</sup> È opportuno far presente che nei principi che sono a fondamento del Trattato di Roma, istitutivo della C.E.E., trova adeguato inquadramento la tutela degli interessi economici dei consumatori, atteso l'obiettivo, cui gli stessi appaiono mirati, di assicurare a tutti i cittadini della Comunità una paritaria situazione giuridica nelle transazioni che si svolgono in ambito regionale europeo.

<sup>4</sup> Mi riferisco alla istituzione del Servizio «*Condizioni ambientali e tutela dei consumatori*», nonché alla creazione del *Comitato consultivo dei consumatori*, destinato a rappresentare alla Commissione il punto di vista dei consumatori sugli affari comunitari che riguardano i loro interessi. Sul punto cfr. ALPA, *Consumatore (tutela del)*, in *Appendice al Nov. Dig. It.*, Torino 1980, p. 527.

<sup>5</sup> Cfr. *Risoluzione* del Consiglio del 24 aprile 1975, riguardante un programma preliminare della Comunità economica europea per una politica di protezione e di informazione del consumatore, in G.U.C.E. 92/1, 1975; per commenti cfr. ALPA-BESSONE, *Il consumatore e l'Europa*, Padova, 1979, p. 111.

I temi dominanti di tale direttiva erano la *trasparenza* contrattuale, la correttezza della *pubblicità* e la previsione in favore del consumatore del diritto di *recesso*, con un'impostazione ancora fortemente centrata sul contratto e sul riequilibrio informativo tra professionista e consumatore. La direttiva non poneva obblighi di pubblicità a carico dei soggetti che intendevano svolgere direttamente attività di concessione di credito al consumo, stante la limitata preoccupazione del legislatore di impedire che il consumatore potesse essere indotto in errore sull'entità effettiva dell'onere assunto. Da qui la mera prescrizione di alcuni requisiti di forma (obbligatoriamente scritta) e di contenuto minimo dei contratti di credito, nonché la necessaria integrazione delle informazioni fornite con l'indicazione del c.d. «tasso annuo effettivo globale» espresso in percentuale.<sup>6</sup> Tale normativa riflette la mancanza di un'adeguata regolazione in materia di trasparenza dei contratti bancari, che all'epoca connota l'operatività finanziaria, per cui si mobilita l'opinione pubblica per richiamare «l'attenzione delle autorità competenti sull'opportunità che vengano predisposti adeguati strumenti giuridici, atti ad assicurare un trattamento uniforme» dei rapporti intercorrenti tra le banche ed i loro clienti». <sup>7</sup> Pertanto, la direttiva 87/102/CEE è condizionata dalla relazione trilaterale *consumatore-produttore-finanziatore* quale *proprium* negoziale del credito al consumo,<sup>8</sup> soluzione interpretativa cui sfugge la polivalenza del fenomeno esaminato, come è dato desumere da ipotesi consolidate di credito al consumo modellate secondo schemi formali di bilateralità (che afferiscono al rapporto fra consumatore e finanziatore o a quello fra finanziatore e produttore).

---

<sup>6</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Introduzione a AA.VV. La disciplina comunitaria del credito al consumo*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 15, 1987, p. 27.

<sup>7</sup> Così CASTALDI, *Trasparenza delle condizioni di finanziamento nei rapporti di credito al consumo*, in AA.VV. *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, cit., p. 89.

<sup>8</sup> Cfr. PIEPOLI, *Il credito al consumo*, Napoli, 1976, p. 27, tesi con la quale sostanzialmente concorda SINESIO, *Il credito al consumo. Problemi e prospettive nella realtà italiana*, in AA.VV., *Credito e moneta*, a cura di Mazzoni e Nigro, 1982, p. 330.

Con la direttiva del 1987, caratterizzata da un'impostazione economico-funzionale, non nasceva ancora un vero *consumer law*, ma un diritto riguardante le contrattazioni di mercato che, indirettamente, tutelava il consumatore in quanto soggetto debole dell'operazione. Il finanziamento dei consumi è considerato rilevante dal legislatore comunitario nella prospettiva della unificazione economica e monetaria dei paesi C.E.E., sicché diviene momento essenziale dell'armonizzazione normativa su cui si fonda l'idea di un mercato comune.<sup>9</sup>

La direttiva in materia di credito ai consumatori del 1987 rappresenta, pertanto, uno dei primi tentativi del legislatore comunitario di intervenire in un settore non ancora pienamente armonizzato, ma già percepito come strategico per la realizzazione del mercato interno; ciò in quanto il credito al consumo, essendo strumento di mobilità della domanda e leva della concorrenza transfrontaliera, veniva individuato come area prioritaria di armonizzazione minima.

Tale direttiva fu elaborata, quindi, in un contesto di iniziale apertura dei mercati finanziari nazionali, segnato da una pluralità di regole settoriali e da una forte eterogeneità dei regimi di vigilanza. Correttamente nello studio promosso dalla Banca d'Italia, d'anziché richiamato, si pone in rilievo che tale provvedimento rappresenta un primo tentativo di armonizzazione "minima" dei diritti nazionali, destinato a lasciare ampi margini alle legislazioni interne per adattare la disciplina in esso delineata alle specificità dei differenti sistemi creditizi. Tale impostazione riflette, pertanto, la fase "pionieristica" della integrazione finanziaria europea, nella quale la frammentazione normativa ostacolava la piena realizzazione del mercato interno del credito al consumo.

Ciò nonostante, la direttiva 87/102/CEE ebbe il merito di introdurre, per la prima volta, principi comuni relativi – come si è detto – alla trasparenza contrattuale,

---

<sup>9</sup> Sottolinea l'importanza del credito al consumo nella prospettiva dell'unificazione economica europea BESSONE, *Mercato del credito, credito al consumo, tutela del consumatore*, in *Foro it.* 1980, V, c. 80.

al diritto di recesso, e all'obbligo di indicare il TAEG come *minimo comune denominatore* per il consolidamento di una cultura della responsabilità contrattuale degli intermediari.<sup>10</sup> Come sottolineava Guido Alpa, «il diritto comunitario è stato il vero motore per la realizzazione di un diritto dei consumatori negli ordinamenti nazionali in cui tale branca non era sviluppata o era appena agli albori».<sup>11</sup> La direttiva in parola, dopo i menzionati interventi degli anni settanta del '900, segna – come sottolineavo poc'anzi – l'inizio di questo percorso proponendosi l'obiettivo di evitare che la disparità di informazione producesse asimmetria e abuso di potere economico a danno di una categoria di operatori deboli.

Oggi, rispetto a quella stagione, possiamo osservare come il baricentro si sia spostato dalla tutela formale alla responsabilità sostanziale degli operatori, dalla armonizzazione minima alla armonizzazione piena e dinamica, fino alla progressiva ibridazione tra diritto dei consumatori e diritto finanziario.

3. Il diritto europeo del credito al consumo rappresenta, sin dalla fine degli anni ottanta del '900, un terreno paradigmatico per osservare la progressiva estensione del diritto dell'Unione ai rapporti contrattuali tra operatori finanziari e consumatori. La materia ha progressivamente assunto una funzione di *cerniera* tra politica di tutela del consumatore e politica di integrazione del mercato interno, nel tentativo di coniugare l'armonizzazione normativa con l'efficienza concorrenziale.

Con la direttiva 2008/48/CE, il legislatore europeo compie un salto di qualità: abbandona il modello dell'armonizzazione minima in favore di una armonizzazione pressoché totale, volta a garantire la piena comparabilità dei prodotti creditizi e la

---

<sup>10</sup> L'art. 6 della direttiva del 1987 imponeva agli Stati membri di garantire che la pubblicità sui costi del credito fosse «veritiera e completa», mentre l'art. 4 introduceva il principio di informazione precontrattuale scritta.

Si trattava di una disciplina embrionale, ma innovativa: per la prima volta il diritto europeo affermava il principio secondo cui la trasparenza economica costituisce parte integrante della giustizia contrattuale.

<sup>11</sup> Cfr. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002, p. 10.

parità concorrenziale tra operatori. La nuova direttiva estende il proprio ambito applicativo, riducendo le soglie di esclusione e introducendo regole puntuali in tema di *standard* comuni per i contratti di credito ai consumatori; ciò disciplinando i requisiti per le informazioni precontrattuali (*considerando* n. 27), i diritti per il rimborso anticipato e la necessità di una valutazione del merito creditizio (*considerando* n. 26). Essa prevede, inoltre, il diritto di recesso senza penali e senza obbligo di giustificazione in condizioni simili a quelle previste per la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (*considerando* n. 34).

Il D.Lgs. 141/2010, che ha recepito la direttiva in parola, ha poi introdotto lo *Standard European Consumer Credit Information* (SECCI), documento informativo, obbligatorio per legge, destinato a tutelare il consumatore e ad assicurare la trasparenza informativa delle banche e delle finanziarie; infatti, si statuisce che per qualsiasi tipologia di prestito, mutuo, conto deposito o prodotto finanziario, erogato da una banca, debbano essere indicati tutti i dettagli e le informazioni specifiche del prodotto che si vuole sottoscrivere.

È evidente come con tale direttiva il legislatore europeo abbia voluto ascrivere alla trasparenza una particolare funzione concorrenziale in quanto la possibilità di conoscere le condizioni di credito, in essa prevista, consente al consumatore di operare scelte razionali, stimolando la competitività degli enti creditizi presenti nel mercato. In tale contesto disciplinare va ravvisata, quindi, l'affermazione di una progressiva tendenza legislativa ad una funzionalizzazione in chiave economica della tutela giuridica, secondo la quale la protezione del consumatore non si conforma più ad una logica paternalistica, dovendo essere considerata fattore di efficienza allocativa.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Cfr. per tutti FERRETTI, *The Law and Consumer Credit Information in the European Community: The Regulation of Credit Information Systems*, Londra, 2012, opera nella quale l'analisi dei sistemi di informazione sul credito al consumo come strumento utilizzato per gestire il rischio di credito viene

Sul piano istituzionale, la direttiva in parola rafforza la posizione delle autorità nazionali di vigilanza, cui è affidata la responsabilità di garantire il corretto recepimento e l'applicazione uniforme delle norme, con particolare attenzione ai canali distributivi del credito. Significativa, al riguardo, è l'apposita previsione dell'art. 20 della direttiva nella quale si stabilisce che «gli Stati membri provvedono affinché i creditori siano controllati da un organismo o da un'autorità indipendente da istituzioni finanziarie o siano oggetto di una regolamentazione»; disposizione che si riempie di contenuti allorché si abbia riguardo alla puntualizzazione del *considerando* n. 26 in base alla quale «le autorità degli Stati membri potrebbero inoltre fornire istruzioni e orientamenti appropriati ai creditori», fermo restando l'obbligo dei consumatori di «agire con prudenza e rispettare le loro obbligazioni contrattuali».

Va fatto presente, peraltro, che nonostante la valutazione positiva delle innovazioni recate dalla direttiva n. 2008/48/CE – che a giudizio della dottrina ha affrontato questioni centrali della tematica in esame, quali il credito responsabile, la divulgazione delle informazioni, la fiducia dei consumatori, la regolamentazione dei servizi di investimento destinati ai consumatori e la protezione dei depositanti bancari<sup>13</sup> – la Commissione europea, a distanza di qualche anno dalla sua emanazione, avviò la revisione della stessa nel quadro della “*New Consumer Agenda*”. Veniva constatato che la disciplina vigente non era più adeguata alle nuove forme di credito, all'evoluzione digitale e alle pratiche di *marketing* finanziario. L'analisi dell'efficacia della direttiva aveva, infatti, consentito l'emersione di alcune criticità: dalla presenza di lacune nell'ambito di applicazione di particolari forme di

---

svolta nel riferimento al rapporto tra il rapido sviluppo dei sistemi informativi e l'aumento della concorrenza tra i finanziatori, che ha suscitato problematiche legate all'indebitamento dei debitori, rendendo so i meccanismi di condivisione dei dati nel mercato del credito un tema di grande interesse per gli studiosi.

<sup>13</sup> Cfr. per tutti DEVENNEY-KENNY, *Consumer Credit, Debt and Investment in Europe*, Cambridge University Press, 2012.

credito (microcrediti, prestiti zero-interessi, leasing, ecc.), alla disomogeneità interpretativa e alle divergenze nazionali nei requisiti informativi e valutativi.<sup>14</sup>

Si comprende, infatti, che l'evoluzione tecnologica, con la crescente rilevanza dei dati e degli algoritmi per il *credit scoring*, rappresentano le sfide che il settore finanziario deve affrontare. L'obiettivo della tutela del consumatore deve, quindi, confrontarsi con uno scenario dinamico, nel quale l'utilizzo dei canali digitali sta acquisendo un peso crescente nella considerazione del legislatore europeo. Da qui l'esigenza di modifiche normative in tema di informazione finanziaria, che provvedano ad una rivisitazione dell'intero quadro informativo, incentrando l'attenzione sulla adeguatezza della disciplina del consumatore digitale. Conseguentemente si avverte la necessità di rafforzare le garanzie nei processi automatizzati e di predisporre misure più efficaci per contrastare il sovraindebitamento e rafforzare la protezione dei consumatori vulnerabili.

Si individuano i presupposti per un 'cambio di passo' che sarà attuato dalla direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023, relativa ai contratti di credito ai consumatori, la quale ha disposto l'abrogazione della direttiva 2008/48/CE.

4. Le considerazioni che precedono hanno segnato le tappe del processo evolutivo del 'diritto europeo dei consumatori'. Come è dato evincere dall'esame delle direttive che, negli ultimi decenni, si sono succedute *in subiecta materia*, la nuova disciplina risponde, in primo luogo, alle esigenze rappresentate nel quadro della *New Consumer Agenda* e del più ampio programma di riforma della regolazione

---

<sup>14</sup> Cfr. *New Consumer Agenda: European Commission to empower consumers to become the driver of transition*, novembre 2020, nella quale si affronta anche il tema di come rafforzare la protezione dei consumatori, individuando priorità e punti di azione fondamentali da realizzare nei prossimi cinque anni, in collaborazione con gli Stati membri, a livello sia europeo sia nazionale, nonché includendo una nuova proposta legislativa volta a fornire ai consumatori informazioni più accurate sulla sostenibilità e disponendo l'adeguamento della normativa esistente alla trasformazione digitale.

dei mercati finanziari al dettaglio; ne consegue che sua finalità principale è quella di garantire una tutela del consumatore coerente con la profonda trasformazione della operatività creditizia avvenuta a seguito del processo di digitalizzazione, attuato nell'ultimo decennio.

L'adozione della direttiva (UE) 2023/2225 ("CCD II"), che sostituisce la n. 2008/48/CE, realizza un passaggio disciplinare di rilievo sistematico, non solo perché recepisce le innovazioni tecnologiche (*digital lending*, piattaforme di credito *online*, modelli di *buy now pay later*, ecc.), ma anche in ragione del fatto che riformula il paradigma della tutela del consumatore nel contesto della sostenibilità finanziaria. Essa attua, in chiave aggiornata, un equilibrio fra libertà di prestazione dei servizi e protezione degli utenti, in coerenza con l'art. 114 TFUE (disposto a garanzia della concorrenza) e con la logica del mercato unico dei capitali.

La riforma in parola è finalizzata, quindi, a migliorare gli scambi e l'attività dei soggetti economici, eliminando le divergenze tra le legislazioni nazionali che frammentano il quadro normativo dell'Unione, ostacolando le libertà fondamentali e distorcendo la concorrenza; a ciò si aggiunga l'intento legislativo di adeguare il contesto disciplinare a fattori esogeni come gli sviluppi legati alla digitalizzazione, cui si accompagna la comparsa di nuovi prodotti di credito e la presenza di nuovi operatori del mercato (ad esempio: le piattaforme di prestito *peer-to-peer*). Tale obiettivo è posto a fondamento delle numerose innovazioni recate dalla direttiva alle quali ho fatto riferimento all'inizio di questa riflessione; esse sono, infatti, preordinate a consentire che il consumatore, di fronte ai cambiamenti verificatisi nel settore finanziario, sia messo in condizioni di acquisire maggiore contezza degli effetti del suo *agere*, sì da evitare che la nuova realtà di mercato possa risolversi a suo danno. Correttamente la dottrina, soffermandosi sulle novità del quadro normativo delineato dalla direttiva, tiene a sottolineare che «la CCD II rappresenta un tentativo di adeguare l'intervento normativo a un mercato profondamente mutato,

introducendo non solo nuove regole, ma una diversa *cultura della responsabilità nell'erogazione del credito*»;<sup>15</sup> riflessione che, a mio avviso, intende focalizzare l'attenzione del lettore soprattutto sulla interazione che la disciplina prevede tra la tutela del consumatore ed il particolare contesto operativo nel quale oggi quest'ultimo è allocato.

Da tempi lontani la letteratura ha messo in evidenza che l'informazione è un bene economico essenziale per il corretto funzionamento dei mercati, specialmente quelli finanziari, nei quali gli effetti benefici della stessa sono determinanti per stabilire i prezzi e per consentire agli operatori di prendere decisioni consapevoli<sup>16</sup>; pertanto, l'efficienza dell'informativa rende i mercati produttivi, impedendone il fallimento. Ciò posto, appare chiara la ragione per cui la nuova disciplina del credito al consumo è incentrata sulla predisposizione di condizioni che consentano di acquisire elementi cognitivi che diano piena consapevolezza delle opzioni operative effettuate; si è in presenza, quindi, di un complesso dispositivo che supera l'obiettivo della mera conoscenza degli elementi costitutivi della fattispecie negoziale la quale, come in passato veniva sottolineato da un'autorevole dottrina, «non può essere considerata in astratto, prescindendo dalla qualità dei soggetti da essa coinvolti e dalle circostanze in cui essa è posta in essere».<sup>17</sup>

Ne consegue che oggi una compiuta accezione del *consumerism* deve essere improntata a favorire il *marketing*, per cui l'acquisizione informativa del consumatore – come dianzi sottolineavo – si estende al di là della presa d'atto del costo reale del credito, in base alla quale conseguiva la salvaguardia dei suoi diritti attraverso un riscontro del corretto impianto della relazione contrattuale. Ed invero, la

---

<sup>15</sup> Cfr. MAUGERI, *Prime riflessioni sulla direttiva CCD II*, in *Diritto banca e mercati finanziari*, 2024, p. 3.

<sup>16</sup> Cfr. CENSIS, U.C.S.I., *Ottavo Rapporto sulla comunicazione. I media tra crisi e metamorfosi*, 2014; CURIALE, *Tirature e diffusione*, visionabile in [www.primaonline.it/wp-content/uploads/2014/09/](http://www.primaonline.it/wp-content/uploads/2014/09/); DI CICCO, *Fonti dell'informazione*, 2016, visionabile in [www.lacomunicazione.it/voce](http://www.lacomunicazione.it/voce).

<sup>17</sup> Cfr. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, cit., p. 14.

maturazione della cultura giuridica avvenuta nei tempi recenti ha spostato il baricentro della tutela predisposta dal legislatore dall'incontro di due consapevoli manifestazioni di volontà a base del rapporto contrattuale alla opportuna conoscenza che oggi il consumatore deve avere del contesto fattuale nel quale si colloca il suo *agere*, valutandone compiutamente le dinamiche operative che si differenziano rispetto a quelle praticate in passato, soprattutto per la presenza di innovativi meccanismi tecnologici che hanno rivoluzionato l'attività finanziaria.

A ben considerare, preoccupazione primaria del regolatore è quella di prevenire i rischi ed i danni che possono essere causati dall'innovazione tecnologica, ragion per cui ha coniugato la promozione di quest'ultima con la protezione del consumatore, in linea con la strategia europea per la finanza digitale. Da qui un approccio normativo improntato al principio di proporzionalità nell'imporre a tutti gli operatori del mercato un nucleo inderogabile di regole di condotta e nel prevedere sanzioni *dissuasive* in caso di violazione. È stata, poi, rafforzata la fiducia dei consumatori nei mercati creditizi collegando le modalità con cui viene realizzata la loro tutela a politiche di sostenibilità e inclusione finanziaria, nonché assicurando adeguati poteri di vigilanza alle autorità nazionali.

È evidente come nella direttiva la costruzione disciplinare del credito al consumo divenga strumento di coesione economica e di promozione dello sviluppo dei mercati. Ciò in quanto per la presenza dei criteri ordinatori dianzi menzionati la concessione del credito se, per un verso, avviene nei confronti di soggetti bene informati – e, dunque, responsabili dell'attività d'investimento effettuata –, per altro, non prescinde dalla valutazione della capacità di rimborso, che deve tenere conto non solo dei dati economici, ma anche della prevenzione del sovraindebitamento e dell'impatto sociale dell'offerta creditizia.

Alla luce di tali considerazioni si spiega la particolare attenzione che il legislatore dedica alla "trasparenza" del mercato ed alla corretta informativa che

deve essere fornita al consumatore. Nello specifico, mi riferisco alle disposizioni del Capo II della direttiva in esame, relative alle *“Informazioni da fornire prima della conclusione del contratto di credito”*, nelle quali sono puntualizzate le modalità con cui devono essere effettuate le comunicazioni pubblicitarie e commerciali relative ai contratti di credito e le informazioni da fornire ai consumatori. In argomento va fatto presente, altresì, il dovere dei creditori e degli intermediari di fornire alla controparte spiegazioni adeguate, ai sensi dell’art. 10 della direttiva, al fine di implementare ulteriormente le conoscenze dei consumatori; ciò in quanto tale dovere interagisce anche sulla fase precontrattuale del rapporto negoziale atteso che la normativa impone al creditore o, se del caso, all’intermediario di fornire «al consumatore informazioni precontrattuali chiare e comprensibili necessarie per confrontare le varie offerte al fine di prendere una decisione informata sull’opportunità di concludere» il contratto sulla base delle condizioni offerte.

Particolarmente significativa si configura la previsione del successivo art. 12, in base al quale devono essere fornite «al consumatore spiegazioni adeguate sui contratti di credito ed eventuali servizi accessori proposti», consentendo quindi al medesimo «di valutare se il contratto proposto è adatto alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria».<sup>18</sup> L’intento del regolatore di assicurare una corretta informativa è reso, poi, ancor più evidente dalla disposizione dell’art. 5 della direttiva, la quale dispone che ai consumatori le informazioni devono essere fornite «a titolo gratuito... indipendentemente dai mezzi utilizzati per fornir(le)». Ma v’è di più. In linea con tale logica disciplinare del credito al consumo, in aggiunta alla gratuità dell’informativa, si è ritenuto in dottrina che, nei casi di estinzione anticipata del rapporto, il calcolo della riduzione del costo del credito, disposto dall’art. 29 della direttiva, comma 1°, debba ricomprendere «tutte le somme corrisposte dal

---

<sup>18</sup> Così ORTINO, *La terza direttiva sul credito ai consumatori: distinzioni e complementarità nella tutela di interessi pubblici e privati*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2024, fasc. n. 2, p. 573.

consumatore (al finanziatore o a terzi) per decisione del finanziatore, indipendentemente dal fatto che si tratti di commissioni *up-front o recurring*».<sup>19</sup>

È evidente come la nuova disciplina ascriva particolare rilievo al raccordo tra trasparenza e mercato prescrivendo forme di facile accesso alle informazioni (sui prezzi, costi, rischi, condizioni di vendita e caratteristiche dei prodotti), le quali notoriamente promuovono mercati più efficienti, equi e informati. Non v'è dubbio, infatti, che se l'assenza di trasparenza crea squilibri informativi i quali, tra l'altro, possono condurre a situazioni caratterizzate dalla fruizione di un potere eccessivo da parte di coloro che detengono l'informazione, per converso non può essere trascurato che un'eccessiva trasparenza può generare effetti indesiderati, come l'aumento dei prezzi in alcuni mercati (si pensi, ad esempio, alla concorrenza tra piattaforme *on line* nella quale la maggiore visibilità dei prezzi può indurre alcuni venditori ad aumentare le proprie tariffe); conseguentemente diviene necessaria un'attenta progettazione delle politiche di controllo al fine di bilanciare efficienza e benessere dei consumatori.

La nuova normativa intende, quindi, evitare squilibri nel mercato, correggere le inefficienze causate da asimmetrie informative e scoraggiare pratiche scorrette. In vista di tali finalità il legislatore – tenendo conto del fatto che il diritto dei consumatori comprende oggi anche settori in progressiva espansione nel mercato, come la operatività realizzata attraverso sistemi informatici automatizzati – non si limita ad assicurare che la informativa assicuri ai consumatori un'informazione corretta, chiara ed esauriente sui prodotti e servizi, ma raccorda il suo intervento disciplinare alla complessità della informazione, nella consapevolezza che le politiche che riguardano la trasparenza devono essere progettate tenendo conto delle specifiche dinamiche del mercato per evitare effetti indesiderati.

---

<sup>19</sup> Cfr. MALVAGNA, *Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori*, in *Rivista di diritto bancario*, 2025, p. 9.

Da ultimo, va osservato che essendo presenti nel mercato, oltre agli operatori tradizionali, anche le società del *fintech*, la nuova direttiva, nel perseguire l'obiettivo della chiarezza informativa, richiede a tutti coloro che partecipano al mercato che le decisioni automatizzate siano verificabili e che i criteri di *scoring* siano comprensibili dai consumatori; ciò consentendo a questi ultimi di «chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano», che consiste nel diritto di «ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio» da lui effettuata (art. 18). Non v'è dubbio che è stata individuata, in tal modo, una corretta forma tecnica da seguire affinché sia possibile garantire ai consumatori un livello di protezione elevato ed equivalente, evitando che le divergenze tra le legislazioni nazionali creino ostacoli nel mercato interno.

In tale contesto si colloca la definizione del particolare regime normativo dei contratti in esame nei quali – come tenterò di evidenziare qui di seguito – è dato particolare rilievo ai contenuti della disciplina relativa alla concessione del credito, nonché alla proposizione di regole di condotta riguardanti la gestione dei servizi di consulenza e dello stesso rapporto contrattuale.

5. Da quanto precede emerge come la direttiva (UE) 2023/2225 recepisca l'esigenza di tutelare il consumatore contro la disomogeneità delle regolazioni e le crescenti innovazioni tecnologiche che hanno modificato la realtà del mercato. Essa affronta la sfida di misurarsi con i processi algoritmici adottando misure che estendono gli obblighi informativi anche ai canali digitali e prevedono forme di valutazione automatizzata del merito creditizio che devono rispettare principi di trasparenza, di proporzionalità e di non discriminazione.

La strategia seguita dal legislatore europeo è duplice: da un lato, mira ad armonizzare e ampliare gli *standard* di tutela dei consumatori; dall'altro, intende rafforzare il controllo regolatorio al fine di prevenire il sovraindebitamento. Ciò si

evinces chiaramente dalla significativa estensione dell'ambito di applicazione delle disposizioni sui contratti di credito ai consumatori fino a ricomprendere anche le formule "Buy Now, Pay Later", nonché dall'ampliamento degli obblighi informativi (a carico dell'intermediario) che, come si è visto, forniscono al consumatore l'apparato conoscitivo essenziale al fine di migliorare in modo inequivoco la chiarezza e la comprensibilità dei dati contrattuali.

Volendo far cenno alla specificità di tale costruzione, necessita muovere dalla identificazione della *ratio* che ha indotto il regolatore ad allargare, rispetto al passato, l'ambito di applicazione della direttiva. Il fatto che oggi in quest'ultima sono ricompresi anche prestiti di modesta entità ovvero senza interessi, *leasing* con opzioni di acquisto e altre tipologie di crediti esclusi dalla previgente normativa in materia è riconducibile all'intento di evitare che dette fattispecie operative restassero prive di tutela.

Sotto altro profilo rileva, poi, la particolare articolazione delle motivazioni a base di alcune disposizioni che danno contenuto alla direttiva in esame. Mi riferisco, in primo luogo, al rafforzamento dei vincoli informativi connessi alla pubblicità; quest'ultima si caratterizza, infatti, anche per l'introduzione obbligatoria della dicitura "Attenzione! Prendere a prestito denaro costa denaro", avvertimento previsto dall'art. 8, che inequivocabilmente risulta finalizzato a conferire al consumatore piena consapevolezza del suo *agere*. Nello stesso ordine logico s'inquadra l'esigenza di dare al consumatore comunicazioni «eque, chiare, non fuorvianti» nelle varie fasi della negoziazione, cui ha riguardo l'art. 7 della direttiva; in tale norma si ha riguardo, infatti, 'alle pratiche di commercializzazione abbinata e aggregata', ora consentite ai sensi del successivo art. 14, che legittima la facoltà del creditore di «chiedere al consumatore l'apertura o la tenuta di un conto di pagamento» oppure di fornire una «polizza assicurativa collegata al contratto di credito, tenendo conto delle considerazioni di proporzionalità».

Va, inoltre, tenuto presente che in un mercato caratterizzato da asimmetrie informative necessita chiarire le modalità con cui i criteri ordinatori dell'informazione e della trasparenza delle condizioni contrattuali incidono sulla sfera giuridica di coloro che sono esposti ai rischi tipici di un contesto operativo complesso. Da qui lo specifico rilievo ascritto all'obbligo di fornire informazioni anche nella fase *precontrattuale*, come statuisce l'art. 9, al fine di consentire la possibilità di «confrontare le varie offerte al fine di prendere una decisione informata sull'opportunità di concludere un contratto di credito sulla base delle condizioni di credito offerte dal creditore»; trattasi di informazioni che devono essere fornite su supporto cartaceo o previo ricorso ad un apposito 'modulo standardizzato' contenente le indicazioni puntualizzate nel successivo art. 10. Va da sé che la rilevanza di tali informazioni precontrattuali è legata all'intento legislativo di fornire al consumatore in tempo utile (vale a dire prima che quest'ultimo sia vincolato da un contratto o da un'offerta di credito) la possibilità di analizzare il contenuto dell'offerta dell'intermediario, donde l'evidente miglioramento delle forme di tutela del consumatore, al quale ora è consentito di confrontare le varieguate proposte ricevute in modo efficace, comprendendo cioè i rischi ed i costi dei prodotti finanziari.

La particolare cura con cui il legislatore europeo nelle disposizioni dianzi menzionate affronta il problema del superamento delle asimmetrie informative – per quanto apprezzabile per la rilevante quantità di informazioni finalizzate a dare un adeguato supporto conoscitivo al consumatore che talora va incontro ai rischi di negoziazioni poco trasparenti – non sottrae il mercato al pericolo di fenomeni di *information overload*, riscontrabili ogni volta che l'eccesso di informazione altera la “percezione della realtà” causando situazioni di disinformazione.<sup>20</sup> Una informazione

---

<sup>20</sup> Cfr. *ex multis* ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di MOLLO, in *Quaderni Giuridici CONSOB*, n. 9, 2015, p. 258, secondo cui l'ipertrofia delle comunicazioni «conduce ad una alterazione della percezione della realtà e, come tale, alimenta un tipico caso di disinformazione indotta».

sovrabbondante può incidere negativamente sulla «capacità del consumatore di individuare tra tutti i dati che gli sono stati trasmessi quelli davvero rilevanti» sui quali si forma la sua volontà negoziale.<sup>21</sup> Da qui la particolare attenzione che il creditore deve porre nel bilanciare la quantità e la qualità delle informazioni, al fine di evitare il rischio che la sua informativa sia portatrice di comunicazioni eccessivamente tecniche o sovrabbondanti che non aiutano il consumatore, suggerendo la necessità di semplificazione.

La direttiva del 2023 presenta alcune specificità disciplinari che sono mirate a rafforzare gli equilibri del mercato, per un verso, tendendo ad evitare lacune nella tutela del consumatore causate da intermediari che informano i consumatori in modo poco «chiaro e comprensibile quando presentano loro un'offerta personalizzata basata sul trattamento automatizzato di dati personali» (art. 13), per altro procedendo ad una valutazione del merito creditizio «effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento» (art. 18). Mi riferisco, in primo luogo, agli obblighi introdotti dal legislatore quando si fa ricorso ai processi automatizzati e, poi, alle regole sulla valutazione della solvibilità del consumatore alla quale si collega la previsione di un obbligo di condotta per il creditore il quale non deve concedere un credito se la stima del medesimo evidenzia che il prenditore non sarà in grado di adempiere ai suoi impegni; dovere la cui inosservanza può dar luogo a responsabilità civile e amministrativa.

Tali profili della regolazione introducono nel diritto europeo dei consumatori una sorta di “tutela algoritmica”, dando spazio alla problematica riguardante il rispetto delle disposizioni contenute nell'art. 22 del Regolamento sulla tutela dei dati personali (c.d. GDPR) e nel più recente Regolamento in materia di intelligenza

---

<sup>21</sup> Cfr. RUGGERI, *Le informazioni precontrattuali pubblicitarie e generali*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2024, Suppl. n. 4, p. 169.

artificiale (c.d. AI Act); argomento sul quale è intervenuta la Corte di giustizia europea la cui decisione ha consentito alla dottrina di pervenire alla conclusione che «d’ora in poi, le società di *credit scoring*, che utilizzano l’AI per la loro attività di valutazione, saranno sottoposte a un *framework* normativo più rigoroso, posto che dovranno rispettare sia le disposizioni contenute nel GDPR (2016/679/UE), sia quelle dell’AI Act». <sup>22</sup> Ciò posto, la valutazione del merito creditizio non viene ridotta ad una decisione opaca di un sistema automatizzato, pena la violazione del diritto alla trasparenza e all’uguaglianza di trattamento; come è stato osservato da un autorevole studioso la Corte di giustizia europea ha aperto la strada a un controllo di legittimità dei processi di *scoring*, anche nei confronti di soggetti che si limitano a elaborare gli algoritmi. <sup>23</sup>

La novità principale riguarda l’uso dei processi automatizzati nel *credit scoring*. L’art. 13 stabilisce che il creditore, qualora si avvalga di sistemi di elaborazione automatica dei dati personali, debba informare il consumatore sulla logica di funzionamento e sui principali fattori decisionali dell’algoritmo. È questa la premessa logica di una serie di conseguenze a cascata che investono la soluzione del problema relativo alla compatibilità dei vincoli posti al *credit scoring* con l’efficienza del mercato e con la selezione del rischio, evidenziando nel contempo la centralità che *in subjecta materia* assume il tema dell’*explainability* e della trasparenza algoritmica. Sul piano sistematico, si realizza qui l’incontro tra diritto dei consumatori e diritto dei dati: due tipologie normative che, pur essendo nate distinte, convergono oggi nella costruzione di una nuova dimensione della “responsabilità digitale”.

---

<sup>22</sup> Cfr. MATTASSOGLIO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L’apertura del vaso di Pandora delle società che si “limitano” a elaborare gli scoring*, visionabile su <https://www.dirittobancario.it/art/la-corte-di-giustizia-europea-algoritmi-e-credit-scoring-lapertura-del-vaso-di-pandora-delle-societa-che-si-limitano-a-elaborare-gli-scoring>.

<sup>23</sup> Cfr. NIGRO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring: l’apertura del vaso di Pandora*, in *Diritto bancario online*, 2024.

Correlato all'imposizione di tale obbligo informativo è il riconoscimento del ruolo fondamentale di specifiche regole di condotta da applicare nella concessione di credito al consumatore. Vengono, quindi, in considerazione i principi generali delle *norme di comportamento* che fanno riferimento ad una attività svolta «in maniera onesta, equa, trasparente e professionale, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori», come puntualizza l'art. 32 della direttiva in esame, la quale sembra aver riguardo ad una condotta improntata a diligenza, correttezza e in buona fede, requisiti che garantiscono il perseguimento della volontà del legislatore. Come è stato sottolineato dalla dottrina «ancora una volta ...(è)... trainante la regolamentazione dettata dalla MiFID II e dai relativi regolamenti di esecuzione», per cui si sarebbe in presenza di una “*mifidizzazione*” della direttiva n. 2023/2225.<sup>24</sup>

Detto richiamo alla MiFID II – la quale, com'è noto, ha introdotto regole più severe sulla comunicazione dei costi, sulla valutazione dell'adeguatezza e della appropriatezza degli investimenti e sulla gestione dei conflitti di interesse – può essere ritenuto indicativo di un ampliamento della responsabilità dell'intermediario verso il cliente ove se ne raccordi la *ratio* alla maggiore estensione degli obblighi del creditore. Questo cambiamento di paradigma si completa con la disciplina della consulenza *ex art. 16* alla quale – ove venga prestata – inerisce l'obbligo per l'intermediario di informare il consumatore che è in corso un'attività di consulenza, nonché di offrire opzioni multiple, coerenti al profilo del cliente e con chiarezza sui costi<sup>25</sup>. Ciò mi induce a ravvisare nella disciplina in osservazione il passaggio da una logica di tipizzazione contrattuale a una logica funzionale, in base alla quale il criterio determinante per qualificarne l'essenza non è più la forma giuridica del contratto, ma la sua funzione economica di finanziamento al consumo.

---

<sup>24</sup> Cfr. ANNUNZIATA – AMENDOLA, *Norme di comportamento da rispettare quando si concedono crediti ai consumatori*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2024, Suppl. n.4, p. 115.

<sup>25</sup> Ampiamente al riguardo v. ANNUNZIATA – AMENDOLA, *Norme di comportamento*, cit., p. 118.

6. Sotto altro profilo va fatto presente che la specificità del ‘credito al consumo’ interagisce anche sui poteri riconosciuti dalla direttiva n. 2225/2023 alle autorità di vigilanza competenti in materia. Il loro tradizionale compito di presidiare il corretto svolgimento dell’attività – che tutti gli operatori, tradizionali e del *fintech* – svolgono nel mercato finanziario si atteggia in maniera particolare, per cui il controllo dalle medesime effettuato nel *continuum* sugli appartenenti al settore si caratterizza per l’imposizione a tutti di un nucleo inderogabile di regole di condotta. Ciò si evince chiaramente dalla previsione normativa secondo cui la vigilanza deve essere volta a verificare se gli intermediari hanno adottato «le misure appropriate per promuovere pratiche responsabili in tutte le fasi del rapporto di credito, tenendo conto delle specificità del proprio mercato» (*considerando* n. 53).

Ovviamente, sul piano concorrenziale, l’estensione della vigilanza anche agli intermediari non bancari, dovrebbe consentire di evitare fenomeni di *regulatory arbitrage* e garantire una leale gara competitiva nel mercato del credito. Ed invero, l’assetto di vigilanza previsto dalla direttiva valorizza la funzione *macroprudenziale* delle autorità, chiamate a monitorare non solo la stabilità dei singoli operatori, ma anche la qualità complessiva del mercato.

Nello specifico, va considerato che il legislatore – in relazione al rilievo ascritto alla consapevolezza della attività posta in essere nelle operazioni di credito al consumo – richiede un intervento dell’autorità volto ad accertare se il creditore ha provveduto ad informare adeguatamente il consumatore, dandogli gli «avvertimenti sui rischi connessi a un mancato pagamento o al sovraindebitamento... (essendo) importante che i creditori non concedano prestiti in modo irresponsabile o senza preliminare valutazione del merito creditizio», come si puntualizza nel *considerando* dianzi citato. Ne consegue che la supervisione è qui finalizzata, in via prioritaria, ad evitare comportamenti irregolari da parte degli intermediari, ai quali devono essere comminate sanzioni «effettive, proporzionate e dissuasive» nei casi di «violazione

delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della ... direttiva» ovvero quando non sono state adottate «tutte le misure necessarie per assicurarne l'attuazione» (*considerando* n. 90).

Va da sé che dovranno essere introdotte necessarie modifiche alle regolazioni nazionali; per quanto concerne il nostro Paese in prospettiva dovrà essere revisionato il Titolo VI del TUB (artt. 121 ss.), con un adeguamento non meramente formale, ma sostanziale, che incida anche sull'interazione dei vertici dell'ordinamento del credito con l'Autorità Garante della *privacy* e sugli stessi poteri della Banca d'Italia. Questa ultima, in linea con la propria tradizione di tutela del corretto funzionamento dei mercati (già affermata nel citato *Quaderno di ricerca giuridica* del 1987), è chiamata a un ruolo attivo nella regolazione secondaria, nella vigilanza sulle pratiche di concessione e nella supervisione dei processi di *digital onboarding*.

In tale logica si spiega la significativa attenzione con cui, negli ultimi anni, la Banca d'Italia guarda le nuove tecnologie informatiche al fine di adottare formule interventistiche (come l'analisi dei *big data*, l'intelligenza artificiale, il *machine learning*) che migliorano la capacità di accertare e valutare i rischi relativi ai bilanci delle banche e, più in generale, ad ogni altro aspetto strutturale ed operativo di queste ultime; ciò integrando, o addirittura sostituendo, le forme tecniche a lungo utilizzate in passato. Siamo in presenza di un percorso complesso per il quale è necessario affrontare nuove sfide e ricercare «soluzioni potenzialmente più adeguate per conciliare stabilità finanziaria con innovazione ed efficienza», come nell'ultimo incontro organizzato dal Forex ha tenuto a precisare un esponente del direttorio della nostra banca centrale.<sup>26</sup> È bene far presente, in proposito, che questo è un percorso

---

<sup>26</sup> Cfr. BANCA d'ITALIA, *Un viaggio nel futuro del sistema finanziario*, intervento al Forex del vice direttore generale Chiara Scotti, Torino, 14-15 febbraio 2025.

che, come è stato puntualizzato in detta sede, si sta realizzando seguendo le linee guida dell'UE, la quale ha cura di ridefinire il quadro regolamentare.<sup>27</sup>

Naturalmente, la Banca d'Italia e le altre autorità nazionali dovranno coordinarsi con l'EBA, in un'ottica di supervisione integrata. Al riguardo, va considerato anche che la direttiva conferisce alla Commissione il potere di adottare *atti delegati* per aggiornare gli allegati tecnici e monitorare l'evoluzione del mercato del credito digitale. La cooperazione tra autorità nazionali ed europee diviene essenziale per assicurare un'uniforme applicazione della normativa speciale e per contrastare le asimmetrie informative generate dall'uso di tecnologie predittive.

A fronte delle indicate forme interventistiche rimesse alle autorità di settore, la CCD II dedica ampio spazio agli strumenti sanzionatori, definendo al riguardo un quadro normativo (artt. 43- 46) che, per certi versi, integra i poteri delle istituzioni competenti. Il criterio metodologico seguito rinvia agli Stati membri il dovere di «stabilire le norme relative alle sanzioni in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della ... direttiva ...(adottando)... tutte le misure necessarie per assicurarne l'attuazione» (*considerando* n. 90); viene lasciata, quindi, alla discrezionalità degli Stati membri la scelta delle sanzioni, procedendo peraltro a «notificare alla Commissione tali norme».

Aspetto di significativo rilievo, in tale contesto disciplinare, assume la previsione secondo cui «le sanzioni previste dovrebbero essere effettive, proporzionate e dissuasive», criteri-guida ai quali si conforma il sistema sanzionatorio della direttiva. Nel riferimento al primo di tali criteri, *l'effettività*, viene in

---

<sup>27</sup> Cfr. il documento della Commissione europea denominato *Decennio digitale europeo: obiettivi digitali per il 2030*, visionabile su [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities2019-2024\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities2019-2024_en). Ad esso fece seguito nel maggio 2021, da parte della Commissione, una consultazione pubblica sulla “formulazione di una serie di principi digitali”, destinata a completare il quadro delle linee guida che l'Europa intende seguire nell'elaborazione di norme e regolamenti sul digitale. Più di recente, il *Digital Operational Resilience Act* (DORA) ha stabilito requisiti uniformi per la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi degli operatori del settore finanziario, nonché per i soggetti terzi che forniscono loro servizi informatici (tra cui le *Big Tech*).

considerazione la capacità delle misure sanzionatorie di incidere sul comportamento degli operatori e di prevenire condotte lesive dei consumatori, principio che assume particolare rilievo nei confronti dei grandi operatori digitali, i quali in caso di sanzioni meramente simboliche non sarebbero indotti a tenere una linea comportamentale corretta. Per converso, in base al secondo, necessita che gli Stati non solo tengano conto della adeguatezza tra severità della sanzione e gravità dell'infrazione, ma che dedichino anche particolare attenzione alle dimensioni dell'impresa e al tipo di attività svolta. La *proporzionalità* è qui un criterio bifronte: tutela gli operatori minori, che funge altresì da parametro per evitare che le sanzioni divengano un costo calcolabile per gli operatori più grandi.<sup>28</sup> Da ultimo, la *dissuasività* sta a significare che la sanzione deve essere in grado di rendere non conveniente la violazione, per cui nei confronti degli operatori che utilizzano modelli di *business* scalabili e automatizzati, la deterrenza deve assumere anche forme "reputazionali", come è ipotizzabile nel caso di pubblicazione delle sanzioni amministrative.<sup>29</sup>

Va da sé che – essendo la direttiva in esame correlata alla fenomenologia che caratterizza un mercato segnato dalla presenza crescente di piattaforme *fintech*, operatori digitali e servizi "buy now, pay later" – l'apparato sanzionatorio non costituisce un mero corollario, ma rappresenta uno snodo fondamentale per garantire l'effettività delle norme in un settore caratterizzato da elevata asimmetria informativa e dinamiche concorrenziali spesso opache.

Come ho anticipato, le menzionate disposizioni degli articoli da 43 a 46 segnano la struttura e principi del complesso dispositivo in parola. Alla previsione del divieto di rinuncia da parte dei consumatori ai propri diritti segue l'imposizione agli Stati membri di evitare possibili elusioni, «attraverso particolari formulazioni dei

---

<sup>28</sup> Cfr. BUCCARELLI, *Proporzionalità e sanzioni nel diritto europeo del mercato*, in *Riv. dir. pubbl. econ.*, 2021, p. 233 e ss.

<sup>29</sup> Sul ruolo della reputazione nei mercati digitali, cfr. BRUNETTI, *I mercati digitali tra reputazione e concorrenza*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale Fascicolo*, 2024, p. 1081.

contratti», delle previsioni normative contenute nella direttiva (art. 43). E' questa la premessa logica delle «sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate» dagli Stati membri ai quali compete definire «tutte le misure necessarie per assicurarne l'applicazione», le quali devono conformarsi ai principi guida sopra evidenziati e possono essere irrogate anche in modalità «di tipo pecuniario ...attraverso un procedimento ... amministrativo ...o giudiziario». Completano tale sistema disciplinare due disposizioni riferite al conferimento alla Commissione del potere di adottare atti delegati alle condizioni stabilite nella direttiva (art. 45), nonché alla valutazione periodica, demandata alla medesima, delle modalità con cui viene attuata la direttiva, attività correlata alla funzione di controllo che spetta a detta istituzione europea sulle ripercussioni che le opzioni normative, adottate dagli Stati membri in sede applicativa, hanno sul funzionamento del mercato interno e sui consumatori (art. 46).

Va segnalato che il complesso normativo che qui ci occupa, non è esente da valutazioni critiche da parte della dottrina, la quale ha, in primo luogo, sottolineato che la scelta di rinviare ai singoli ordinamenti la definizione concreta delle sanzioni suscita perplessità con riguardo alla eventualità che si determinino ipotizzabili disparità di trattamento tra operatori europei<sup>30</sup>. A ciò si aggiunga che la presenza in alcuni Stati di regimi sanzionatori meno severi di quelli esistenti in altri paesi può attrarre imprese finanziarie desiderose di espandersi con la conseguenza che possono determinarsi vantaggi competitivi non giustificati. Altro aspetto critico si riscontra nel caso in cui le autorità nazionali non abbiano la capacità di vigilare efficacemente su soggetti altamente tecnologici, spesso transfrontalieri e con modelli operativi automatizzati; in presenza di tale realtà la costruzione sanzionatoria della direttiva denota una valenza formale in quanto non è in grado di garantire un controllo

---

<sup>30</sup> Cfr. NAMYSŁOWSKA, *The Silent Death of EU Consumer Law and Its Resilient Revival: Reinventing Consumer Protection Against Unfair Digital Commercial Practices*, in *Journal Consumer Policy*, 2025, vol. 48, p. 317–336.

sostanziale su operatori che eludono la vigilanza attraverso strutture societarie distribuite e pratiche digitali sofisticate.<sup>31</sup> Inoltre, la normativa in esame induce a ravvisare una sorta di tensione tra i criteri ordinatori che presiedono alla trasparenza e la stabilità del mercato in quanto la pubblicità delle sanzioni presenta un potenziale effetto distorsivo; ed invero, se da un lato essa aumenta la deterrenza, dall'altro può alterare la reputazione e la stabilità di operatori più piccoli, con conseguenze non sempre proporzionate all'effettiva gravità delle violazioni.<sup>32</sup>

Una lettura coordinata delle sanzioni nel quadro dell'ecosistema regolatorio europeo consente di superare dette criticità nel riferimento ad una prospettiva sistemica orientata al diritto dell'economia; ciò con la conseguenza di interpretare la direttiva CCD II non come modulo autonomo, ma come parte di un complesso più ampio che coinvolge la regolazione europea sulla stabilità finanziaria, sui servizi digitali e sulle autorità di settore (BCE, EBA, ESMA, autorità nazionali).

In questa prospettiva, la proporzionalità e l'effettività devono essere lette alla luce delle esigenze di *"level playing field"*, con un'attenzione particolare all'impatto sulla concorrenza delle sanzioni, attraverso un'interpretazione che favorisca la convergenza delle prassi nazionali verso criteri europei comuni. Dovrebbe, quindi, ravvisarsi la necessità di procedere ad un rafforzamento sostanziale del ruolo delle autorità amministrative perché, nei mercati complessi, la sanzione è efficace solo se unita a poteri amministrativi di intervento tempestivo e preventivo; ciò consentirebbe non solo di punire, ma anche di impedire pratiche scorrette prima che producano effetti sistemici. Appare, altresì, opportuno, procedere ad una rilettura

---

<sup>31</sup> Cfr. SIGNORINI, *Economia digitale*, visionabile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Signorini-21.09.2023.pdf>, ove si sottolinea la complessità della supervisione bancaria a seguito della transizione al digitale.

<sup>32</sup> Cfr. CANEPA, *La rilevanza delle banche dati creditizie in epoca di valutazione algoritmica tra comunicazione e aggiornamento delle informazioni*, visionabile su [www.dirittobancario.it/art/la-rilevanza-delle-banche-dati-creditizie-in-epoca-di-valutazione-algoritmica-tra-comunicazione-e-aggiornamento-delle-informazioni](http://www.dirittobancario.it/art/la-rilevanza-delle-banche-dati-creditizie-in-epoca-di-valutazione-algoritmica-tra-comunicazione-e-aggiornamento-delle-informazioni), lavoro nel quale si analizza, tra l'altro, il collegamento tra reputazione, concorrenza e stabilità nel mercato del credito al consumo alla luce del sistema informativo che si realizza con l'evoluzione algoritmica e digitale.

dinamica del principio di pubblicità delle sanzioni, sì da reinterpretarne la funzione in chiave di strumento flessibile, calibrato in funzione della dimensione dell'operatore, della natura della infrazione e del rischio sistemico per il mercato del credito. Forse è questa la lettura della normativa sulle sanzioni adeguata ad evitare che la trasparenza diventi un fattore di destabilizzazione, trasformandola per converso in un meccanismo coerente con la logica economica del mercato.

Per concludere sul punto può dirsi che nel credito al consumo il divieto di erogare credito senza un'adeguata valutazione del merito creditizio incide, attraverso il sistema sanzionatorio, sul livello reputazionale degli intermediari, ripercuotendosi anche sulla concorrenza e sulla stabilità del sistema. Conseguentemente il regolatore nel definire il *framework* normativo della materia che qui ci occupa deve tener conto di tale realtà per promuovere un mercato "sano".

7. La presente indagine tenta di evidenziare che la direttiva n. 2023/2225 non rappresenta soltanto un aggiornamento tecnico della disciplina del credito al consumo, ma una vera e propria riformulazione del rapporto tra mercato e tutela di coloro che in esso operano. Essa riconduce la funzione del credito all'interno di una più ampia strategia europea di inclusione finanziaria, innovazione responsabile e sostenibilità. Credo che la nuova disciplina del credito ai consumatori offra un banco di prova significativo per valutare la capacità del diritto europeo di coniugare *innovazione, inclusione e fiducia*, ponendo i presupposti per delineare un nuovo paradigma del credito responsabile europeo.

Gli studi di diritto dell'economia hanno segnato le tappe della disciplina sul credito al consumo delineandone il processo evolutivo e, in particolare, il progressivo spostamento del baricentro dell'analisi del ruolo della volontà nel *contratto di protezione* negli anni Ottanta, al paradigma del *contratto asimmetrico* nel ventennio successivo, alla necessità di una *tutela cognitiva*, ossia della capacità del diritto di

proteggere il consumatore di fronte a sistemi complessi e opachi, con l'avvento del digitale. La valutazione è passata, quindi, dal formalismo alla concretezza operativa, affrontando la sfida di integrare la razionalità economica nel linguaggio del diritto, per cui il contratto assolve ad una peculiare funzione di "mediazione giuridica" nel collegamento economico che si instaura tra soggetti diversi interessati ad attivare relazioni negoziali (nel nostro caso di carattere finanziario).<sup>33</sup>

È evidente come, in questa prospettiva, il consumatore non è un contraente debole solo in senso economico, ma un soggetto da proteggere anche nella sua capacità decisionale. La sfida, oggi come nel 1987, è ancora quella di garantire equilibrio tra efficienza del mercato e protezione della persona: tuttavia nel presente tale sfida avviene in un ecosistema profondamente trasformato, dove i confini tra banca, piattaforma e consumatore tendono a dissolversi. Significativo, al riguardo, è il monito di Guido Alpa, il principale studioso della tematica in osservazione, il quale ha sottolineato che il diritto dei consumatori deve mantenere la capacità di adattarsi al mutamento tecnologico, «senza rinunciare alla propria funzione di garanzia della persona».<sup>34</sup>

È evidente come il credito ai consumatori, nato come strumento economico, presenta oggi peculiare rilevanza nell'analisi del ruolo del contratto nella società contemporanea, in quanto – in relazione all'avvento del digitale – impone di spostare la riflessione verso la tematica della *tutela cognitiva*, ossia della capacità del diritto di proteggere il consumatore di fronte a sistemi complessi e opachi, sì da evitare che vengano sacrificati i principi fondamentali di equità, solidarietà e responsabilità.

L'evoluzione del diritto europeo del credito al consumo, dalla direttiva 87/102/CEE alla 2023/2225, mostra la progressiva trasformazione della disciplina da strumento di liberalizzazione del mercato a dispositivo di regolazione equilibrata, che

---

<sup>33</sup> Cfr. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 423.

<sup>34</sup> Cfr. ALPA, *Diritto e mercato nell'età digitale*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, p. 412.

– come si è sottolineato – deve essere in grado di coniugare libertà economica, stabilità finanziaria e protezione del consumatore. In ciò si realizza la continuità di un percorso che il *Quaderno di ricerca giuridica della Banca d'Italia* del 1987, in apertura ricordato, aveva già saputo prefigurare: il credito al consumo riguardato come istituto di frontiera, in cui la razionalità economica e la razionalità giuridica si incontrano nel disegno di un'economia sociale di mercato europea. In tale contesto, l'apparato sanzionatorio della direttiva (UE) 2023/2225 costruisce un equilibrio nuovo, ma ancora imperfetto, tra tutela del consumatore, funzionamento competitivo dei mercati e innovazione tecnologica. Solo attraverso una lettura sistematica, guidata dai principi del diritto dell'economia, è possibile superare le criticità che derivano dalla frammentazione nazionale, dalla complessità dei modelli *fintech* e dalla tensione tra trasparenza e stabilità.

In tale prospettiva, la direttiva evidenzia un rilevante potenziale; ovviamente la sua efficacia dipenderà dalla capacità degli Stati membri e delle autorità europee di adottare un approccio coordinato, flessibile e orientato agli effetti economici da perseguire. È questa una sfida che richiede, oggi più che mai, uno sguardo unitario sul mercato del credito al consumo europeo.

**Francesco Capriglione**

## LE SFIDE DELLA PROFESSIONE FORENSE E DIRITTO DELL'ECONOMIA \*

*(The challenges of the forensic profession and Economic Law)*

**ABSTRACT:** *L'autrice riflette sulle specializzazioni nella professione forense alla luce delle nuove sfide del settore e alla necessità di una formazione in chiave interdisciplinare che dovrebbe vedere una valorizzazione di conoscenze ed esperienze law and business come di altre intersezioni.*

*The author reflects on the specializations in the legal profession in light of the new challenges of the sector and the need for interdisciplinary training which should see an enhancement of law and business knowledge and experience as well as other intersections.*

**SOMMARIO:** 1. Sfide o minacce per la professione forense - 2. Le vie della specializzazione - 3. Avvocatura e Accademie - 4. Quale specializzazione nei settori bancario, assicurativo e finanziario e per gli altri ambiti "speciali" del diritto dell'economia - 5. Riflessioni conclusive.

1. I professionisti legali e in particolare gli avvocati si trovano ad affrontare importanti cambiamenti e sfide determinate da mutamenti sociali repentini e inattesi, dovuti al punto di rottura dell'esperienza Covid, ma già prima alla globalizzazione crescente e all'incertezza dominante da dominare, ha determinato spingendo ad una transizione tecnologica ed ecologica.

La pratica forense assume una nuova forma legata al cosiddetto "processo evanescente".<sup>1</sup> Con questa espressione gli studiosi fanno riferimento ad una

---

\* Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> GALANTER, *The Vanishing Trial: An Examination of Trials and Related Matters in Federal and State Courts*, 1 *J. of Empirical Legal Studies*, 2004, p. 459; MACFARLAN, *Evolution of the New Lawyer: How Lawyers are Reshaping the Practice of Law*, *The J. Disp. Resol.*, 2008, p. 1. Si veda

situazione di crescente ricorso alla negoziazione, anche grazie agli interventi della legge, e ad una visione del ragionamento giuridico non solo in termini di “risoluzione delle controversie basata sui diritti”. Questa prospettiva riguarda non solo le materie del diritto civile ma anche altri ambiti caratterizzati come strettamente di diritto positivo (il riferimento più immediato è al diritto penale)<sup>2</sup>, con ricadute su interessi generali come il diritto penale e il diritto di famiglia. Per quanto riguarda il diritto penale, va ricordata l'importanza della vittimologia e degli studi che dimostrano la rilevanza dei rapporti tra vittime e autori di reato nella prospettiva della ricostruzione dell'ordine pubblico violato dall'azione penale. Per quanto riguarda il diritto di famiglia, viene spesso sottolineata l'importanza della partecipazione volontaria delle parti alla mediazione al fine di attenuare il conflitto, soprattutto nei casi che coinvolgono interessi di minori.<sup>3</sup>

Tali condizioni implicano nuove sfide per gli avvocati:

- la potenziale soluzione non si baserà solo su questioni giuridiche;
- il processo decisionale implica un approccio più collaborativo con la controparte, con la partecipazione attiva del cliente;

---

anche quanto da noi scritto nel nostro *Predictive Analytics in legal matters and Risk Culture*, in DECKENBROCK, HOEPFNER, KILIAN, MARKWORTH, SITTARD, *Arbeit, wirtschaft, recht*, Berlin, 2023, pp. 1706-1714.

<sup>2</sup> LUCARELLI, SIMONCINI (a cura di), *Il nuovo giurista nella città della giustizia. Metodi ed esperienze fiorentine*, Pisa, pp. 213-219; HENSSLER, LANDINI (a cura di), *Lawyers in Italy. Challenge the change*, DeutscherAnwaltVerlag, Berlin, 2020: v., in particolare, *Premessa* di HENSSLER, LANDINI, pp. 1-7; BARTOLI, PALAZZO, *La mediazione nel diritto penale italiano e internazionale*, Firenze, 2011: quest'ultimo libro raccoglie gli atti della prima giornata del Convegno “*Strumenti alternativi di composizione dei conflitti: la mediazione civile e penale*” svoltosi a Firenze nei giorni 20 e 21 ottobre 2010. Negli ultimi anni, la mediazione penale è divenuta oggetto di attenta riflessione scientifica anche tenuto conto dell'apertura di nuovi scenari in cui la risposta ad illeciti che esprimono un significativo disvalore si articola secondo i due paradigmi del giurisdizionale e del 'negoziale' e dove tali paradigmi si vanno sempre più integrando.

<sup>3</sup> SUSSKIND, *Transforming the law: Essays on Technology, Justice and the Legal Marketplace*, Oxford University Press, Inc. New York, NY, USA (2000); ID., *The end of lawyers*, Oxford University Press, Inc. New York, NY, USA, 2008; GIDDENS, *Consequences of Modernity*, Polity Press, Cambridge, 1990; FORTUNE, O'ROARK, *Risk Management for Lawyers*, 45 S. C. L. Rev., 1994, p. 617.

– un nuovo approccio alla condivisione delle informazioni, con un ampliamento significativo delle informazioni importanti tenendo conto di tutti gli interessi dei clienti. Su questo punto gli avvocati devono acquisire nuove competenze per diagnosticare non solo gli interessi giuridicamente rilevanti del cliente, ma anche gli interessi economici, sociali e morali;

– sono necessari nuovi strumenti di analisi dei conflitti per comprendere in anticipo come la controversia possa svilupparsi ed evolversi nel tempo. È importante lavorare con il cliente per “strategizzare il conflitto”. Ciò significa che è importante anticipare e analizzare questioni importanti e negoziare potenziali conflitti.

In secondo luogo, il diritto è stato trasformato anche dalla tecnologia. Riguardo a questo aspetto, due sono i principali cambiamenti emergenti: la mercificazione dei servizi legali e la diffusione diffusa dell’IT nei servizi legali.<sup>4</sup>

La mercificazione dei servizi legali implica la standardizzazione di compiti legali che siano facilmente replicabili, consentendo una fornitura rapida, efficiente e a basso costo ai consumatori. Ciò significa che le questioni legali più semplici e meno costose possono essere gestite senza l’assistenza di un avvocato. I servizi dell’avvocato sono richiesti solo per le questioni più complesse e sofisticate. Gli avvocati devono acquisire competenze e strumenti per tali questioni sofisticate. Con riferimento al secondo aspetto, gli avvocati devono avere la capacità di interagire con altri professionisti per risolvere i casi che la società informatica pone. Consideriamo in particolare i problemi della cyber-sicurezza.

Solo con un’evoluzione delle competenze e delle conoscenze professionali gli avvocati possono sopravvivere.

---

<sup>4</sup> DI PORTO, SCOTTI, *La trasformazione digitale*, in BANI, DI PORTO, LUCHENA, SCOTTI, *Lezioni di diritto dell’economia*, Torino, 2023, p. 275 ss.; CAPRIGLIONE, *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 3, 2023, p. 281 ss.; PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione digitale – Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021.

In terzo luogo, i giuristi si trovano ad affrontare i cambiamenti della “società del rischio”. Una società del rischio è una società sempre più preoccupata del futuro, che genera la nozione di rischio.<sup>5</sup>

Ciò significa che è importante mappare il rischio e organizzare una risposta ai rischi. Gli avvocati possono gestire eventi giuridici o non legali, che incidano su possibili contenziosi o producano effetti giuridici. La gestione del rischio è l'identificazione, la valutazione e la definizione delle priorità dei rischi, che possono essere definiti come l'effetto dell'incertezza sugli obiettivi dei clienti. Dopo aver mappato i rischi, è importante trovare strategie per ridurre al minimo, monitorare e controllare la probabilità o l'impatto di eventi sfortunati o per massimizzare la realizzazione delle opportunità derivanti da tali eventi. I rischi possono provenire da varie fonti, tra cui incertezza nelle responsabilità legali, rischio di credito, incidenti, cause naturali e disastri, attacco deliberato da parte di un avversario o eventi con una causa principale incerta o imprevedibile. Per questo motivo, è importante che gli studi legali istituiscano un dipartimento di gestione del rischio al fine di identificare il prima possibile potenziali problemi legali e normativi. Gli avvocati devono valutare in modo rapido ed efficiente tali questioni per sviluppare un approccio di resilienza, una delle parole chiave del momento distinta da soluzione definitiva: i problemi sono talvolta irrisolvibili e l'unica strategia possibile è quella che ci permette di convivere con essi.

Da tempo si sono aperti nuovi orizzonti per la professione forense in particolare nella cooperazione multidisciplinare con altre professioni e nella offerta di servizi legali che mirano ad enucleare il profilo dei potenziali rischi legali e di rischi connessi a quelli legali individuando risposte per evitarle e mitigarli attraverso iniziative proattive come programmi di conformità e dialogo con funzionari governativi responsabili della promulgazione e/o dell'applicazione di leggi e

---

<sup>5</sup> BAUMAN, *Liquid Modernity*, Cambridge, 2000; BECK, *Risikogesellschaft Auf dem Weg in eine andere Moderne*, Suhrkamp, 1986.

regolamenti; gestione dei rischi legali e costruzione di strumenti giuridici (ad esempio trasferimento in via contrattuale) dei rischi non legali man mano che si materializzano e iniziano a incidere sui clienti.

Tutte le minacce e le sfide fin qui menzionate, o meglio sfide che possono trasformarsi in minacce per il futuro della professione senza un rinnovamento, mettono in evidenza la nuova forma dei servizi legali offrendo allo stesso tempo prospettive stimolanti agli avvocati.

Il mercato italiano dei servizi legali è da tempo uno dei mercati più regolamentati d'Europa. Nella regolamentazione recentemente si riscontrano tentativi di introdurre un sistema di specializzazioni professionali, che pur partito con buone intenzioni, ha visto metamorfosi anche in risposta ad interventi giudiziali che l'hanno portata lontano dai propri obiettivi iniziali. Come si lega tutto ciò con la premessa fatta?

2. La disciplina delle specializzazioni forensi è attualmente contenuta nel decreto del Ministero della giustizia 1° ottobre 2020, n. 163, "Regolamento concernente modifiche al decreto del Ministro della giustizia 12 agosto 2015, n. 144, recante disposizioni per il conseguimento e il mantenimento del titolo di avvocato specialista, ai sensi dell'articolo 9 della legge 31 dicembre 2012, n. 247", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, 12 dicembre 2020, n. 308 che ha modificato il decreto del Ministero della giustizia 12 agosto 2015, n. 144, "Regolamento recante disposizioni per il conseguimento e il mantenimento del titolo di avvocato specialista, a norma dell'articolo 9 della legge 31 dicembre 2012, n. 247", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, 15 settembre 2015, n. 214.

L'articolo 9 della già ricordata legge n. 247/2012 aveva previsto la possibilità di ottenere il titolo di "specialista", secondo modalità da stabilirsi con regolamento adottato dal Ministro della giustizia, previo parere espresso dal Consiglio Nazionale Forense (CNF), ai sensi dell'articolo 1 della medesima legge. L'art. 9 comma 2 prevede

che il titolo consegua all'esito di percorsi formativi almeno biennali o per compiti con esperienze nel settore.

Il Ministero si è espresso con il citato decreto 12 agosto 2015 n. 144 emanando un primo regolamento.

L'articolo 2 del detto decreto prevedeva che è avvocato "specialista" l'avvocato che ha acquisito il titolo in uno dei settori di specializzazione di cui all'articolo 3.

Il medesimo articolo 2, al comma 2, stabiliva poi che il titolo *de quo* venisse conferito dal CNF in ragione del percorso formativo previsto dall'articolo 7 o della "comprovata esperienza professionale" maturata dal singolo avvocato a norma dell'articolo 8.

L'articolo 3 del decreto statuiva che l'avvocato potesse conseguire il titolo di "specialista" in non più di due dei settori individuati nel medesimo articolo.

L'articolo 6 disciplinava due modalità alternative di conseguimento del titolo di avvocato specialista: da una parte, la frequenza di corsi di specializzazione (di cui all'articolo 7) negli ultimi 5 anni, dall'altra, una comprovata esperienza nel settore di specializzazione (ai sensi dell'articolo 8). In quest'ultimo caso, il comma 4 del citato articolo 6 affidava l'accertamento del requisito ad un colloquio sulle materie di specializzazione, da tenersi dinanzi ad una commissione di valutazione, istituita ai sensi della medesima disposizione.

All'art. 9 comma 8 in merito ai professori universitari si prevedeva e prevede che "Gli avvocati docenti universitari di ruolo in materie giuridiche e coloro che, alla data di entrata in vigore della presente legge, abbiano conseguito titoli specialistici universitari possono indicare il relativo titolo con le opportune specificazioni".

Alcune associazioni nazionali e taluni ordini di avvocati avevano impugnato il suddetto regolamento dinanzi al TAR del Lazio, il quale accoglieva parzialmente i ricorsi, annullando alcune disposizioni del regolamento gravato (sentenze nn. 4424, 4426, 4427 e 4428 del 14 aprile 2016).

I giudici amministrativi ritenevano illegittime le previsioni contenute negli articoli 3, comma 1, e 6, comma 4, laddove erano disciplinati i settori di specializzazione e l'accertamento della "comprovata esperienza" mediante colloquio (ai fini del riconoscimento della specializzazione).

Con la sentenza n. 4424/2016, in particolare, veniva accolta la censura relativa all'elencazione dei settori, ritenendo che non si comprendesse il principio logico che aveva presieduto alla scelta delle 18 materie, perché l'elenco non era rispondente né ad un criterio codicistico (codice civile, penale...), né un criterio di riferimento alle competenze dei vari organi giurisdizionali esistenti nell'ordinamento (specializzazione delle sezioni civile, penale, del lavoro...), né, infine, un criterio di coincidenza con i possibili insegnamenti universitari in quanto rimanevano fuori dall'elenco settori di materie caratterizzanti per la laurea magistrale in giurisprudenza.

Per altro, il TAR osservava altresì che analoghi rilievi erano stati sollevati dal Consiglio di Stato in sede consultiva, rilievi che il provvedimento impugnato avrebbe disatteso (parere reso sullo schema di regolamento del 28 agosto 2024).

Le predette sentenze del TAR venivano impuginate dinanzi al Consiglio di Stato, che, con sentenza 28 novembre 2017 n. 5575, riuniva gli appelli presentati dal Ministero della giustizia e li respingeva, così confermando le decisioni di primo grado.

In particolare, il giudice di appello ha argomentato rilevando:

- che l'elencazione dei settori, muovendo dalla tradizionale tripartizione (diritto civile, diritto penale e diritto amministrativo) avesse dilatato ampiamente il primo settore e non avesse, per converso, introdotto nessuna differenziazione nell'ambito degli altri;

- che fosse discutibile l'analitica suddivisione del diritto civile. In sostanza, il giudice di secondo grado ha rilevato l'incoerenza dell'elencazione, anche in ragione dell'impossibilità di ricostruire ovvero comprendere il criterio ordinatore dei settori di specializzazione contenuti nel regolamento, così imponendosi un ripensamento

della disciplina "...con l'adozione di parametri che siano il frutto di una scelta di merito, ma che devono rispettare i criteri di effettività, congruità e ragionevolezza".

A seguito dell'annullamento del provvedimento normativo il Ministero della giustizia ha provveduto ad emendare il regolamento delle specializzazioni includendo altri 10 settori di specializzazione, per cui l'attuale elenco è: a) diritto civile; b) diritto penale; c) diritto amministrativo; d) diritto del lavoro e della previdenza sociale; e) diritto tributario, doganale e della fiscalità internazionale; f) diritto internazionale; g) diritto dell'Unione europea; h) diritto dei trasporti e della navigazione; i) diritto della concorrenza; l) diritto dell'informazione, della comunicazione digitale e della protezione dei dati personali; m) diritto della persona, delle relazioni familiari e dei minorenni; n) tutela dei diritti umani e protezione internazionale; o) diritto dello sport.

Inoltre, il d.m. ha introdotto una nuova ulteriore ripartizione dei settori del diritto civile, penale e amministrativo in sottocategorie definite "indirizzi".

In particolare, per il settore del diritto civile il decreto ha individuato i seguenti indirizzi: a) diritto successorio; b) diritti reali, condominio e locazioni; c) diritto dei contratti; d) diritto della responsabilità civile, della responsabilità professionale e delle assicurazioni; e) diritto agrario; f) diritto commerciale e societario; g) diritto industriale, della proprietà intellettuale e dell'innovazione tecnologica; h) diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza; i) diritto dell'esecuzione forzata; l) diritto bancario e dei mercati finanziari; m) diritto dei consumatori.

Anche il nuovo decreto veniva impugnato dall'associazione "orizzonti del diritto commerciale" per i seguenti motivi: illegittimità delle disposizioni, nella parte in cui hanno inserito il diritto commerciale nella sottocategoria dei meri "indirizzi" del diritto civile, anziché collocarlo tra i settori primari di specializzazione stante l'assenza di copertura legislativa della ripartizione individuata dal nuovo articolo 3 del decreto ministeriale n. 144/2015. Si lamenta inoltre la violazione e falsa applicazione dell'articolo 9 della legge n. 247/2012, la violazione e falsa applicazione

degli articoli 3,41 e 97 della Costituzione, nonché l'eccesso di potere per illogicità e irragionevolezza. Secondo la ricorrente il decreto impugnato avrebbe introdotto abusivamente una distinzione tra settori e indirizzi, che non sarebbe prevista a livello di fonte primaria. Infatti, secondo il citato articolo 7 della legge n. 247/2012, il Ministero si sarebbe dovuto limitare a individuare i settori di specializzazione sulla base delle informazioni desumibili dalla concreta esperienza professionale degli avvocati richiedenti e poi semplicemente (e solo) chiarire le modalità per ottenere il titolo di specialista.

Con un secondo motivo di doglianza, l'associazione ricorrente ha poi denunciato l'illogicità della ripartizione individuata dall'articolo 3 del decreto gravato e il vizio di eccesso di potere. Sarebbe, a dire della ricorrente, del tutto illogica l'avvenuta "degradazione" della materia generale del diritto commerciale a mero indirizzo del settore del diritto civile, atteso il carattere "generalista" della materia e la risalente dignità scientifica della stessa, specie se comparata con le altre materie pur inserite nell'elenco dei settori di specializzazione, come più dettagliatamente esposto in ricorso.

Sotto altro aspetto, infine, il decreto sarebbe viziato da carenza istruttoria.

Il Tar del Lazio accoglieva il ricorso in quanto il diritto civile nella sua genericità non sarebbe indicazione idonea a inquadrare la speciale professionalità degli avvocati esperti nelle materie riconducibili al settore disciplinare del diritto commerciale.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> T.A.R. Lazio sez. I - Roma, 03/01/2024, n. 189, in *De Jure*: «Il Collegio osserva come, in effetti, la ripartizione neppure consenta di raggiungere gli obiettivi alla base della modifica normativa, anche alla luce delle finalità indicate dalla giurisprudenza e dell'analisi di impatto della regolamentazione (AIR).

In modo condivisibile, la difesa della ricorrente ricorda che nell'AIR si afferma infatti che la specializzazione "è funzionale ad una migliore qualità del servizio legale offerto alla clientela perché consente di individuare le aree di specializzazione e di ridurre conseguentemente i costi di ricerca per i clienti".

Con riguardo al diritto commerciale, la ripartizione contenuta del decreto gravato non assolve a tali funzioni.

3. La riforma pone anche una questione di collegamento tra accademia e professione forense, non nuova.

Come già detto la legge 247 all'art. 9 prevede che gli avvocati, che siano anche docenti universitari di ruolo in materie giuridiche, possono indicare il relativo titolo con le opportune specificazioni

All'art. 7, comma 8 si prevede che la formazione specialista debba essere tenuta da "I docenti devono essere individuati esclusivamente tra i professori universitari di ruolo, ricercatori universitari, avvocati di comprovata esperienza professionale abilitati al patrocinio avanti le giurisdizioni superiori, magistrati che abbiano conseguito almeno la seconda valutazione, e, per particolari esigenze e per le sole materie non giuridiche, il cui carico non potrà superare un quinto del totale, esperti di comprovata esperienza professionale almeno decennale nello specifico settore di interesse".

La questione del collegamento ruolo nell'università e professione forense non è nuova perché già la legge di riforma della professione forense, legge 247 del 2012, all'art. 2, comma 3 prevede che: "L'iscrizione ad un albo circondariale è condizione

---

L'indicazione del diritto commerciale come mero "indirizzo" non consente all'avvocato specialista di qualificare correttamente le proprie competenze, posto che la sola specializzazione in "diritto civile" sarebbe generica e non permetterebbe di valorizzare l'anelata specializzazione; per altro verso, l'indicazione di tutte le discipline trattate non sarebbe possibile, considerati il limite dei tre indirizzi previsto dall'articolo 3 del d.m. n. 144/2015 e la classificazione del diritto della concorrenza come settore autonomo.

L'avvocato esperto in (tutto il) diritto commerciale dovrebbe individuare un unico settore di riferimento - e quindi il "diritto civile" -, mentre non potrebbe indicare altro settore e, in particolare, tutti gli indirizzi del diritto commerciale stesso, sul quale pure potrebbe essere qualificato (soprattutto poi nel caso di un avvocato che sia pure docente universitario). Il che pregiudica la ratio sottesa al decreto impugnato che è quella di individuare con maggiore precisione possibile le competenze dei professionisti.

Si aggiunga che per il potenziale cliente è anche poco agevole individuare e selezionare le varie materie, tra loro strettamente connesse (quali per esempio il "diritto commerciale e societario" e il "diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza"), che tutte, come detto, refluiscono nell'ambito della "macro" materia commerciale.

3. Per quanto sopra esposto ed in ragione della ricorrenza dei vizi di eccesso di potere sopra scrutinati, il ricorso deve dunque essere accolto, con assorbimento di ogni altra doglianza e conseguente annullamento dell'atto impugnato nei sensi e nei limiti di cui in precedenza».

per l'esercizio della professione di avvocato. Possono essere iscritti coloro che, in possesso del diploma di laurea in giurisprudenza conseguito a seguito di corso universitario di durata non inferiore a quattro anni, hanno superato l'esame di Stato di cui all'articolo 46, ovvero l'esame di abilitazione all'esercizio della professione di avvocato prima della data di entrata in vigore della presente legge. *Possono essere altresì iscritti:* a) coloro che hanno svolto le funzioni di magistrato ordinario, di magistrato militare, di magistrato amministrativo o contabile, o di avvocato dello Stato, e che abbiano cessato le dette funzioni senza essere incorsi nel provvedimento disciplinare della censura o in provvedimenti disciplinari più gravi. L'iscritto, nei successivi due anni, non può esercitare la professione nei circondari nei quali ha svolto le proprie funzioni negli ultimi quattro anni antecedenti alla cessazione;

b) *i professori universitari di ruolo, dopo cinque anni di insegnamento di materie giuridiche. L'avvocato può esercitare l'attività di difesa davanti a tutti gli organi giurisdizionali della Repubblica. Per esercitarla davanti alle giurisdizioni superiori deve essere iscritto all'albo speciale regolato dall'articolo 22. Restano iscritti agli albi circondariali coloro che, senza aver sostenuto l'esame di Stato, risultino iscritti alla data di entrata in vigore della presente legge".*

Si correla però, attenzione, professione forense e docenza e quindi attività didattica su una determinata materia e non l'appartenenza ad una certa settorializzazione disciplinare.

Quanto al rapporto tra materie di insegnamento e settori disciplinari, come noto, una materia può essere inquadrata con regolamento didattico del corso di laurea in un settore disciplinare piuttosto che in un altro sempre con un limite di ragionevolezza e di rispondenza della materia alla declaratoria del settore disciplinare.

Viene quindi da chiedersi se le materie di cui al DM 144 rispondano ai settori disciplinari universitari oppure no. Ancora viene da chiedersi se l'afferenza ad un settore disciplinare non incluso nominalmente nell'elenco porti ad esclusioni anche

dalle commissioni per la valutazione dei requisiti e dalla docenza per i percorsi specializzanti per avvocati.

Così, ad esempio, l'inserimento del diritto bancario, finanziario nell'area del diritto commerciale e del diritto assicurativo nell'area del diritto civile, non varrebbe ad escludere da specializzazioni e dalla docenza e dalle commissioni di valutazione i professori e ricercatori universitari che pur appartenendo ad un settore disciplinare distinto da quello del diritto commerciale, insegnano appunto diritto bancario, assicurativo e del mercato finanziario.

Ma forse si può andare oltre guardando anche alla riforma che ha riguardato recentemente gli inquadramenti disciplinari. Il Ministro dell'Università e della Ricerca, Anna Maria Bernini, ha firmato il decreto ministeriale per la definizione dei nuovi gruppi scientifico-disciplinari, in sostituzione dei settori concorsuali e dei macrosettori concorsuali. Il decreto ministeriale del 2 maggio 2024, prot. n. 639 è pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale di giovedì 9 maggio 2024.

Merita considerazione il fatto che questa sembra andare in direzione contraria rispetto alla riforma forense delle specializzazioni disegnando gruppi disciplinari (che vanno in un certo qual modo sostituire i settori disciplinari che comunque non scompaiono) in chiave interdisciplinare. Così non solo per i settori tipicamente intersettoriali come il diritto dell'economia<sup>7</sup> ma anche per settori mono-disciplinari come il commerciale.

Nell'allegato A al DM 639 sono contenute le nuove declaratorie con una potenziata attenzione alla interdisciplinarietà. Così, il commerciale vede materie privatistiche (contratti), ma anche di diritto comparato e internazionale.<sup>8</sup> Per il diritto

---

<sup>7</sup> AMMANNATI, *I nuovi centri di regolazione dell'economia*, in AMMANNATI, CORRIAS, SARTORI, SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *I giudici e l'economia*, Torino, 2018, p. 439 e ss.; LUCHENA, *Orizzonti del diritto dell'economia: un'introduzione, oggetto, metodo, dottrine*, in *RTDE*, 2023, p. 424.

<sup>8</sup> «Il settore comprende l'attività scientifica e didattico-formativa relativa alla disciplina di diritto nazionale, europeo e internazionale uniforme delle attività economiche professionalmente esercitate,

dell'economia il richiamo alla interdisciplinarietà è già nella declaratoria. Si dice con riguardo alla settore disciplinare del diritto dell'economia che "Il settore comprende l'attività scientifica e didattico-formativa degli studi relativi alla disciplina unitaria dei rapporti economici nel mercato e all'analisi dei modelli regolatori, volti ad approfondirne i profili privatistici e pubblicistici secondo un metodo interdisciplinare e orientato all'indagine delle relazioni tra istituti giuridici e dinamiche economiche. Gli studi sono indirizzati alle discipline giuridiche del sistema finanziario (tra l'altro, bancario, mobiliare e assicurativo), degli altri mercati regolati, nonché di quelli che esprimono un'esigenza regolativa favorita dall'innovazione e dallo sviluppo tecnologico".

Tutto questo oltre alla considerazione di cui in premessa che mette in luce come la professione forense richieda competenze e conoscenze interdisciplinari che guardino addirittura ad altre aree del sapere come l'economia, l'ingegneria, ecc. Da qui la domanda: servono davvero le specializzazioni? E se sì, il modello di specializzazione proposto dalla riforma forense che guarda ai vecchi "cantucci" dell'avvocato (i diritti reali, il condominio, le successioni...) è davvero efficace e attuale?

---

e in particolare dell'impresa in tutte le sue dimensioni e forme organizzative e in tutte le fasi di sviluppo della sua attività, ivi inclusa la fase della crisi e dell'insolvenza, nonché in tutte le sue interrelazioni e correlazioni con le altre imprese nella dinamica dei mercati; delle imprese a partecipazione pubblica; delle imprese operanti in settori vigilati, in particolare quelle bancarie, assicurative, di intermediazione finanziaria e dei relativi mercati; degli strumenti finanziari; dei contratti d'impresa e fra imprese relativi alla filiera produttiva e distributiva; dei contratti e servizi bancari, assicurativi, d'investimento e di pagamento; delle garanzie a supporto di detti contratti; della concorrenza fra imprese; della proprietà industriale e intellettuale; delle nuove tecnologie applicate agli ambiti e ai temi che precedono. La ricerca scientifica è fondata, sotto il profilo metodologico, sull'interpretazione sistematica delle fonti normative, con un'attenzione costante anche all'analisi economica dei contesti e dei fenomeni indagati. Gli studi di diritto commerciale si caratterizzano altresì - in ragione della naturale vocazione transnazionale delle imprese e dei mercati - per il ricorso costante al metodo della comparazione con gli ordinamenti europei ed extraeuropei. La metodologia didattica è finalizzata a far acquisire le competenze necessarie per interpretare le fonti nella consapevolezza della loro dimensione multilivello; ad affrontare problemi giuridici, con particolare attenzione alla soluzione di casi concreti; a stimolare la capacità di argomentazione orale e di elaborazione di testi giuridici».

4. Ci pare insomma che si confonda i settori della specializzazione forense con i settori disciplinari accademici, laddove i primi sono volti a focalizzarsi sugli ambiti della pratica forense piuttosto che della teorica giuridica.<sup>9</sup> Quanto a questi ultimi, ci pare che si guardi ad un sistema che non tiene conto appunto di quelle sfide di cui si è detto in premessa.

Da qui la difficoltà di mettere in relazione l'elenco dei settori di cui al Regolamento sulla specializzazione e i settori scientifico.

Quanto all'avvocato del diritto dell'economia, figura apparentemente mancante nell'elenco delle specializzazioni, in realtà lo si ritrova, questo sì, nelle peculiarità di quello che il diritto dell'economia è all'interno di differenti ambiti di cui all'elenco.

Il riferimento più immediato si ha con riferimento al diritto bancario e del mercato finanziario collocati in via univoca nell'ambito del settore commerciale, e il diritto delle assicurazioni affiancato alla responsabilità civile e collocato all'interno dell'area privatistica, quasi che il diritto delle assicurazioni iniziasse e finisse con le polizze contro la responsabilità civile.

---

<sup>9</sup> Si legge nella relazione di accompagnamento al regolamento: «L'elenco che esposto nel presente regolamento tiene conto della necessità di non spingersi eccessivamente oltre nel dettaglio, prendendo spunto anche da ciò che segnala la pratica ed il diritto vivente, soprattutto per quanto riguarda gli ambiti collegati alla macroarea del diritto civile che si è ritenuto di non identificare come oggetto di possibile specializzazione in quanto tale, trattandosi di settore troppo vasto e rispetto al quale la stessa suddivisione in sei libri del codice civile, segnala la complessità e la sua articolazione in ambiti dotati di propri caratteri distintivi. Uguale criterio non è stato seguito per il diritto penale e per il diritto amministrativo; per il primo, svolgendo la conoscenza dei meccanismi del processo ruolo determinante ed imprescindibile, qualsiasi sia il sottosectore di specializzazione individuato; per il secondo, trattandosi di materia non adeguatamente scomponibile. La sperimentazione che seguirà l'entrata in vigore del regolamento consentirà di vagliare la coerenza delle scelte così effettuate e proprio allo scopo di apportare quegli aggiustamenti che eventualmente si rendessero necessari, all'elenco dell'art. 3) si collega la norma di chiusura dell'art. 14) secondo cui "(...) entro un anno dall'entrata in vigore il Consiglio nazionale forense, sentiti i Consigli dell'ordine degli avvocati e le associazioni specialistiche, potrà procedere, se necessario, alla revisione delle disposizioni del presente regolamento, con particolare riferimento alle aree di specializzazione (...)». Infine, il comma 2 dell'art. 3), prevedendo che «in nessun caso i settori di prevalente esercizio professionale possono intendersi come aree di specializzazione e giustificare l'assunzione, da parte dell'avvocato, del titolo di "specialista", conferma quanto innanzi detto a proposito della distinzione concettuale che va mantenuta – sino all'eventuale revisione del codice deontologico forense – tra aree di specializzazione e settori di prevalente esercizio dell'attività professionale».

Non ci pare, se correttamente letta, che la normativa escluda rilevanza al diritto dell'economia come sapere chi sa leggere le trasformazioni fattuali e giuridiche che incidono sull'*agere* economico<sup>10</sup> in quegli "orizzonti del diritto dell'economia" ben disegnati in un recente contributo che colloca il settore disciplinare del diritto dell'economia in quella "esperienza giuridica della pluriforme densità disciplinare dell'economia", non confinata negli ambiti del mercato regolamento per eccellenza ovvero il mercato finanziario,<sup>11</sup> ma guarda alla regolazione del mercato nella sua complessità.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> CAPRIGLIONE, SEPE, *Riflessioni a margine del diritto dell'economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 3, 2021, p. 385 e ss.

<sup>11</sup> Le espressioni tra virgolette sono di LUCHENA, *op. cit.*, pp. 428-429. Prosegue l'autore ponendo anche argini al rischio di transitare nella riva opposta che colloca nel diritto dell'economia qualsivoglia aspetto prossimo ad aspetti di rilevanza economica. Dello stesso autore, *La parabola del rapporto tra Stato ed economia: dalla separazione alla resilienza*, in *Proceedings book of the 10th International Scientific Conference – Modern Research and Trends in Economics, Law and Social Politics*, Elbasan, November 19, 2022, Tirana, 2022, p. 24 ss. Al seminario tenuto a Firenze il 18 giugno 2024 dedicata ai dottorandi della scuola sul tema dei Maestri del diritto dell'economia, il Prof. Fabio Merusi individuava le correlazioni tra diritto dell'economia politica nelle sue duplicazioni di macro e microeconomia.

Si veda anche DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2017, in particolare, pp. 3-18; TORCHIA, *Diritto ed economia tra Stati e mercati*, Napoli, 2016, p. 7.

<sup>12</sup> Continua LUCHENA, *Orizzonti del diritto dell'economia*, cit., p. 436: «a) la regolamentazione economica, quale strumento attraverso il quale viene delineato il tracciato normativo entro il quale si svolgono le attività economiche e, segnatamente: proprietà industriale, concorrenza, contratti e responsabilità civile, imprese e consumatori, al fine di delineare un ecosistema giuridico che garantisca la sussistenza di un mercato equo, che impedisca comportamenti anticoncorrenziali, tuteli le parti interessate; b) la definizione del quadro giuridico per la formazione dei contratti stabilendone le condizioni di validità, anche in questo caso attraverso la garanzia della legge, per facilitare gli scambi; c) la regolamentazione da parte delle leggi sul mercato del lavoro quale strumento di disciplina delle condizioni di lavoro, della contrattazione collettiva e dei diritti dei lavoratori; d) le leggi che disciplinano le modalità di allocazione delle risorse pubbliche e della contabilità pubblica e il diritto tributario: si tratta di una regolazione che influenza le attività economiche in quanto incide sulle modalità della distribuzione delle risorse, ad esempio, per finalità sociali o di sviluppo dell'economia, da un lato, e sulle entità dei tributi che cittadini ed imprese sono chiamati a corrispondere allo Stato, dall'altro; e) il diritto svolge una funzione molto significativa in relazione all'economia anche rispetto ai diritti di proprietà e alla proprietà medesima: non solo proprietà fisica ma anche intellettuale come brevetti, marchi e copyright al fine di proteggere, attraverso la sicurezza dei diritti di proprietà, l'innovazione e gli investimenti; f) il ruolo delle giurisdizioni è un fattore rilevante nel rapporto intercorrente fra diritto ed economia: in tale relazione, gli strumenti (di semplificazione e di accelerazione) che agevolino la risoluzione delle controversie economiche costituisce un fattore di stimolo per promuovere territori e settori economici».

Un approccio che affonda in una metodologia che guarda al reale e agli impatti della regolazione sul mercato.<sup>13</sup>

Tornando all'ambito del diritto bancario, assicurativo e finanziario, che evidenzia tutte le problematiche che l'elenco, che, ci teniamo a dire, la relazione di accompagnamento definiva come provvisorio e da sperimentare,<sup>14</sup> qui è evidente che non ne è colta la complessità e che non può dirsi escluso dalle relative competenze il docente, afferente al settore del diritto dell'economia (ora cod. SSD Giur03 a), che insegna queste materie unificate dal riguardare la regolazione di quel mercato che, in sintesi riguarda gli scambi tra soggetti aventi surplus di liquidità e soggetti che ne mancano e che fa perno sul risparmio diritto costituzionalmente riconosciuto.<sup>15</sup>

La pluralità delle fonti in questo ambito si rigenera in una peculiare complessità difficilmente ordinabile attraverso i criteri sistematici della teoria delle fonti.<sup>16</sup> Al di là della crisi, ormai dilagante, del principio di gerarchia delle fonti lentamente eroso da principi di competenza e di sussidiarietà, qui troviamo un intreccio di discipline e una pluralità di competenze, nell'esercizio del potere regolamentare, agenti in parallelo con differenti livelli di penetrazione e di specificità nella disciplina: il diritto eurounitario mantiene un ruolo di uniformazione volta a

---

<sup>13</sup> SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale: tra scienza e metodo*, in PASSALACQUA (a cura di), *op. cit.*, p. 145 e ss.

<sup>14</sup> Nella relazione si legge: "La sperimentazione che seguirà l'entrata in vigore del regolamento consentirà di vagliare la coerenza delle scelte così effettuate e proprio allo scopo di apportare quegli aggiustamenti che eventualmente si rendessero necessari, all'elenco dell'art. 3) si collega la norma di chiusura dell'art. 14) secondo cui "(...) entro un anno dall'entrata in vigore il Consiglio nazionale forense, sentiti i Consigli dell'ordine degli avvocati e le associazioni specialistiche, potrà procedere, se necessario, alla revisione delle disposizioni del presente regolamento, con particolare riferimento alle aree di specializzazione (...)", ma viste le impugnative e le modifiche, un anno dalla entrata in vigore non può bastare.

<sup>15</sup> AMOROSINO, *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in ID. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, pp. 5-7. Sul riferimento in specie del diritto assicurativo, ma il discorso vale anche per gli altri ambiti, al piano ordinamentale complessivo si veda PERLINGIERI, *Il diritto delle assicurazioni nel sistema ordinamentale*, in DIMAF, 2017, p. 3 e ss.

<sup>16</sup> GROSSI, *Ritorno al diritto*, Laterza, Bari, 2015.

favorire la concorrenzialità del mercato ordinato dai principi di libertà di stabilimento e di libera prestazione di servizi all'interno dello spazio europeo; il legislatore nazionale si muove negli ambiti lasciati alla sua autonomia con una disciplina che deve essere considerata tassello di un più ampio e generale quadro normativo in cui si inserisce la regolazione ad opera delle autorità di controllo coinvolte. Anche dal punto di vista delle fonti secondarie nel settore ci troviamo in presenza di una pluralità di *Authority* che operano non secondo un'alternanza guidata da principi di sussidiarietà o di competenza per la difficoltà di individuare confini netti all'interno dei quali dovremmo collocare l'operare di ciascuna autorità. Frequenti i tentativi di riforma al fine di ridurre ad una le autorità competenti nel mercato finanziario e di riportarle ad un quadro ordinamentale che ne riveda una autonomia che le sradica dal sistema e da ogni controllo, anche quello costituzionale. Tentativi falliti, sul cui fallimento occorre riflettere. Da qui la necessità di allargare la nostra prospettiva con quella che possiamo definire un'endiadi "mercato assicurativo e finanziario".

La complessità del diritto bancario, assicurativo e finanziario non dialoga neppure con il brocardo "*lex specialis derogat generali*" in quanto la specialità qui germina dalla legge generale da cui si allontana per le peculiarità del fenomeno; un allontanamento che deve essere sempre rimeditato al fine di verificare nel caso concreto la tenuta della deroga, i suoi confini e il ridistendersi del diritto generale ove la regola speciale non riesca a coprire il caso concreto posto all'attenzione dell'interprete. Forse prima e piuttosto che un problema di rapporto tra diritto generale e diritto speciale, è più facile leggere qui una conseguenza dell'unificazione del diritto civile e del diritto commerciale. Due sistemi ordinamentali, che pur nel quadro unitario, mantengono proprie peculiarità che si riflettono in quella che forse impropriamente viene letta come una partizione tra diritto speciale e diritto generale.

Un dialogo lontano dalle note interazioni tra diritto ed economia. Non la "*economic analysis of law*", che considera il dato legale alla luce delle teorie

economiche, non la “*law and economics*” che pone diritto ed economia sullo stesso piano e verifica come una visione più concreta del diritto possa implementare le teorie economiche.<sup>17</sup> Siamo piuttosto di fronte *all'economia nel diritto*: uno studio del diritto che si confronta con concetti economici regolati dal legislatore e/o dal contratto i quali cercano descrittori giuridici per le tecniche delle scienze economiche e statistiche di gestione dei rischi. Termini come causa del contratto, prestazione delle parti, oggetto devono essere rilette alla luce di quella che è l'inversione del ciclo produttivo proprio dell'impresa. La stessa interpretazione del diritto trova in questi ambiti una colorazione particolare laddove l'importanza dell'interpretazione alla luce del caso concreto deve coordinarsi con la necessità di dare il tempo al mercato di adeguarsi a novità interpretative.

Se così è, perché non valorizzare anche nelle specializzazioni forensi questa peculiare chiave di lettura, queste competenze nel legare concetti economici e giuridici, non propria di altri ambiti disciplinari che magari hanno altre peculiarità (si pensi alla capacità di legare diritto e sociologia del diritto di famiglia e delle successioni, della necessaria trasversale tra diritto, urbanistica, gestione del *real estate* propria di chi si occupa di diritti reali e condominio). Perché non prevedere una “specializzazione generalista” in “diritto dell'economia” come “diritto applicato all'economia”, “*Law and business*”?

Ambito che rimarrebbe senza voce dal momento che non è sussumibile in alcuna delle partizioni di cui al DM considerato.

Una specializzazione in questa chiave consentirebbe di affrontare, seriamente, le sfide e minacce di cui in premessa.

5. La normativa sulle specializzazioni pare in controtendenza rispetto alle nuove sfide che la professione pone e risulta confuso il rapporto tra professione e

---

<sup>17</sup> Per questa distinzione, CALABRESI, *The future of law and economics. An Essay of Reform and Recollection*, New Haven - London, 2016.

accademia: pare si confondano i settori della professione forense con i settori disciplinari ai fini della didattica e della ricerca, si sovrappone il ruolo di professore in un determinato settore disciplinare con la conoscenza particolarmente approfondita di determinate materie presenti nella declaratoria del settore: questo quello che emerge nel dibattito che ha condotto alla giurisprudenza amministrativa richiamata.

Quanto ai docenti universitari si ritiene che, laddove richiamati, si debba far riferimento a coloro che hanno incarichi di didattica nella materia oppure afferenti a settori che nella declaratoria comprendo la didattica e la ricerca nelle materie della specializzazione.

Questo permetterebbe di valorizzare settori disciplinari apparentemente lasciati in disparte dalla riforma come il diritto dell'economia che è settore che vede nella propria declaratoria materie interessate dalla riforma come il diritto bancario, assicurativo e finanziario.

Considerato lo stato attuale della normativa si ritiene che, pur nel silenzio sul settore, i professori e ricercatori di diritto dell'economia devono essere coinvolti nelle docenze e nei riconoscimenti delle specializzazioni rispetto agli ambiti dei propri insegnamenti.

Vi è poi da riflettere ulteriormente sulla ragionevolezza della riforma che lascia fuori gran parte dei mercati regolamentati interessati appunto dal diritto dell'economia come tra l'altro il diritto dell'energia che indubbiamente richiede un elevato livello di specializzazione che in pochi dimostrano.

La normativa sembra insomma riflettere un'idea di avvocato angusta che lascia fuori una delle competenze più richieste al momento nella pratica e in specie la capacità di un avvocato di usare e confrontarsi con le categorie delle scienze economiche.

Infine non si crede, ma neppure il regolatore lo riteneva, che la riforma cambierà la professione escludendo dal mondo del lavoro coloro che non possiedono una specializzazione.

Nella relazione si legge che “lo scopo ...non è di creare aree di riserva a vantaggio di ristrette *élite* professionali; al contrario, è funzionale a tutelare l'affidamento del cittadino sulla professionalità dell'avvocato, favorendo, al contempo, l'acquisizione di saperi specialistici che sono, in quanto tali, garanzia di migliore qualità della prestazione.

Questa finalità di tutela dell'interesse della collettività alla qualità della prestazione traspare in più parti della disciplina e costituisce, ad esempio, una delle ragioni che hanno indotto a costruire una normativa transitoria non imperniata sulla meccanica acquisizione del titolo di specialista per il solo fatto del possesso di una certa anzianità di esercizio professionale; sempre in questa prospettiva si spiega il particolare rigore del percorso studiato per l'acquisizione del titolo, completato dal requisito di un'anzianità di iscrizione all'albo di almeno sei anni.

Non è superfluo, poi, precisare che la specializzazione costituisce un'opportunità e l'acquisizione del relativo titolo una facoltà”.

Il contenzioso innescato dalle associazioni di professori universitari deve piuttosto far riflettere sulla necessità che si faccia chiarezza a livello ministeriale sul rapporto tra didattica-ricerca e professione per evitare che la specializzazione da uno strumento di tutela del cittadino, spesso confuso da autoproclamazioni sulle proprie specifiche competenze di sedicenti professionisti, e un'opportunità per il professionista, divenga invece un terreno di contenzioso che guarda ad altro e che riguarda un dibattito accademico che dovrebbe svolgersi su altri fronti e su cui gli autori che si citano si ritiene abbiano già abbondantemente risposto.

**Sara Landini**

*Ordinario di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Firenze*

**DIRITTO DELL'ECONOMIA TRA VALORI COSTITUZIONALI E  
INCLUSIONE SOCIALE: NUOVI STRUMENTI DI *SOFT LAW* E  
REGOLAZIONE ETICA DEI MERCATI \***

*(Economic Law between constitutional values and social inclusion:  
new soft law tools and ethical market regulation)*

**ABSTRACT:** *Il presente contributo esamina l'evoluzione del diritto dell'economia alla luce della crescente integrazione tra valori costituzionali, istanze di inclusione sociale e tecniche di regolazione, soffermandosi, nello specifico, sul ruolo crescente degli strumenti di soft law e sulla loro dimensione etico-regolatoria.*

*In un contesto economico segnato da elevata complessità tecnica, dalla globalizzazione degli scambi e da processi di innovazione sempre più rapidi, la tradizionale contrapposizione tra hard law e autonomia privata si rivela sempre meno idonea sia a garantire il perseguimento dell'interesse pubblico economico sia a fronteggiare le nuove forme di vulnerabilità, individuali e collettive.*

*Muovendo dai principi costituzionali di uguaglianza sostanziale, solidarietà e tutela della dignità della persona, l'analisi evidenzia come il diritto dell'economia abbia progressivamente incorporato strumenti di regolazione flessibile, funzionali tanto al buon funzionamento del sistema allocativo quanto alla promozione di finalità sociali e inclusive.*

*In tale prospettiva, la regolazione etica si configura quale modello di governo dell'attività economica capace di orientare le condotte degli operatori attraverso l'adozione di pratiche responsabili e assetti di governance sostenibile.*

*Particolare attenzione è riservata agli ambiti finanziari, nei quali linee guida, raccomandazioni e principi elaborati da autorità di vigilanza e organismi sovranazionali integrano la normativa primaria, incidendo concretamente*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*sull'organizzazione degli scambi e sul rafforzamento della protezione degli investitori. L'indagine si conclude mettendo in luce le principali criticità connesse all'impiego della soft law, soprattutto con riferimento ai profili di legittimazione democratica e certezza del diritto, evidenziando l'esigenza di un equilibrio tra flessibilità regolatoria, presidio dei valori costituzionali e promozione dell'inclusione sociale.*

*This paper examines the evolution of economic law in light of the growing integration between constitutional values, demands for social inclusion, and regulatory techniques, focusing specifically on the growing role of soft law instruments and their regulatory ethical dimension.*

*In an economic context marked by high technical complexity, the globalization of trade, and increasingly rapid innovation processes, the traditional opposition between hard law and private autonomy is proving increasingly unsuitable both for ensuring the pursuit of the public economic interest and for addressing new forms of vulnerability, both individual and collective.*

*Starting from the constitutional principles of substantive equality, solidarity, and the protection of personal dignity, the analysis highlights how economic law has progressively incorporated flexible regulatory tools, functional both to the proper functioning of the allocative system and to the promotion of social and inclusive goals. From this perspective, ethical regulation is configured as a model for governing economic activity capable of guiding operators' conduct through the adoption of responsible practices and sustainable governance structures.*

*Particular attention is paid to financial areas, where guidelines, recommendations, and principles developed by supervisory authorities and supranational bodies complement primary legislation, concretely impacting trade organization and strengthening investor protection.*

*The investigation concludes by highlighting the main critical issues related to the use of soft law, especially with reference to the profiles of democratic legitimacy and legal*

*certainty, highlighting the need for a balance between regulatory flexibility, the protection of constitutional values and the promotion of social inclusion.*

**SOMMARIO:** 1. Il diritto dell'economia contemporaneo: dalla crisi dei modelli tradizionali alla variabilità e multiformità delle *regulations* dei mercati - 2. Uguaglianza sostanziale quale principio protetto. La "*costituzionalizzazione*" del diritto dell'economia - 3. Il (ritorno al) dirigismo statale a seguito della crisi economica e finanziaria. Spunti di riflessione introduttivi all'analisi dei mercati finanziari - 4. Sviluppi digitali del diritto finanziario - 5. (*Segue*). Criticità del rapporto tra innovazione e diritto - 6. Il nuovo paradigma regolatorio: limiti operativi e normativi della *soft law*. Spunti di riflessione - 7. (*Segue*). L'efficacia di una disciplina coordinata e il baricentro della finanza etica - 8. Sostenibilità e Costituzione nel diritto finanziario: profili teleologici di un modello in evoluzione. Esiti e prospettive.

1. Nel corso degli ultimi decenni, il sistema delle regolazioni delle attività economiche ha conosciuto una profonda e accelerata trasformazione, dando luogo a un quadro normativo caratterizzato da una crescente ipertrofia in cui si intrecciano – e talora contrappongono – indirizzi regolatori eterogenei, non sempre riconducibili a una chiara logica di coerenza sistematica. Tale dinamica ha concorso a delineare un contesto giuridico segnato dalla proliferazione delle fonti e da un grado di complessità crescente, che rende sempre più ardua la ricostruzione di un assetto ordinato e razionalmente integrato della regolazione economica.

Non sorprende dunque che, in uno scenario siffatto, si sia progressivamente consolidata una critica diffusa nei confronti della moltiplicazione e dell'inasprimento delle *regulations*, nella maggior parte dei casi, espressione di tecniche di *hard law*.

A tali strumenti è stata imputata una ridotta capacità di adattamento rispetto a fenomeni economici in continuo mutamento e caratterizzati da crescente sofisticazione tecnica, come quelli propri dei mercati finanziari, con il conseguente rischio di produrre discipline rigide, temporalmente disallineate e scarsamente aderenti alle prassi operative.

La consapevolezza dei limiti strutturali della regolazione autoritativa ha così favorito un progressivo ripensamento delle modalità di intervento pubblico nell'economia.

Già a partire dalla crisi dello Stato emersa negli anni Settanta – ampiamente teorizzata da eminenti studiosi come Sabino Cassese e Guido Alpa<sup>5</sup> – erano affiorati segnali evidenti di insofferenza verso un modello fondato sull'espansione quantitativa e sull'irrigidimento della normazione vincolante. Le riflessioni dottrinali di quel tempo avevano messo in luce come l'accresciuta complessità dei fenomeni economici rendesse sempre meno sostenibile una regolazione esclusivamente gerarchica e centralizzata.

Sul finire del secolo scorso, anche sotto la spinta della globalizzazione dei mercati e dell'avanzare delle tecnologie digitali, si è così assistito al progressivo consolidarsi di un diverso paradigma regolatorio, riconducibile a forme di neo-interventismo statale.

Come già emerso nell'ambito di alcune riflessioni giuscommercialistiche, tra cui quelle di Francesco Galgano, quest'evoluzione non si è tradotta in un arretramento dell'intervento pubblico, bensì in una sua riformulazione fondata sul crescente ricorso a strumenti flessibili e su processi di *esternalizzazione* delle funzioni pubbliche di controllo sulle attività economiche e, seppur in misura più contenuta, delle stesse funzioni regolatorie.<sup>6</sup>

Tali processi muovono dalla consapevolezza dei limiti della legge "comandata dall'alto" percepita come lenta, onerosa, spesso inefficace nel governare dinamiche di mercato in rapida evoluzione e, non priva di criticità legate tanto al sovraccarico di

---

<sup>5</sup> Sul modello dello "Stato-regolatore" la letteratura è molto ampia. Si richiama, in questa sede, *ex pluribus*, il volume di LA SPINA, MAIONE, *Lo Stato Regolatore*, Bologna, 2000.

<sup>6</sup> V., *amplius*, GALGANO, *Trattato di Diritto Commerciale e Diritto Pubblico dell'economia* (diretto da), Padova, 2012. L'analisi di Galgano anticipa il concetto di *neo-interventismo*, ovvero quel modello in cui lo Stato non agisce come imprenditore generalista, ma come "architetto delle regole" e garante degli equilibri del mercato, pur delegando funzioni a organismi tecnici o soggetti privati dotati di competenze specialistiche.

funzioni attribuite alle amministrazioni pubbliche quanto alla progressiva affermazione del principio di *sussidiarietà orizzontale*. Quest'ultimo, in assenza di un adeguato presidio di garanzie pubbliche, rischia infatti di determinare un arretramento della funzione redistributiva dell'ordinamento e di accentuare quelle disuguaglianze che la regolazione economica è chiamata, invece, a prevenire.<sup>7</sup>

Le più recenti innovazioni tecnologiche – dalle piattaforme FinTech ai *crypto-asset*, fino ai sistemi algoritmici decisionali – unitamente all'emersione di nuove forme di rischio sistemico e alla trasformazione dei modelli di business, hanno imposto progressivi mutamenti strutturali di ampia portata che mettono in luce i limiti concettuali e operativi delle categorie giuridiche tradizionalmente impiegate nel governo dei mercati. Tali fenomeni hanno via via incrinato la tenuta della classica dicotomia tra *hard law* e autonomia privata, rendendo manifesta l'inadeguatezza di un modello regolatorio rigidamente strutturato, poco idoneo a intercettare tempestivamente le vulnerabilità emergenti e a garantire una tutela effettiva della persona.

In questo contesto, il diritto dell'economia, allontanandosi dai modelli tradizionali di regolazione economica, per abbracciare tecniche normative flessibili, evolve lungo una traiettoria che integra dimensione giuridica, economica ed etica, assumendo, al contempo, una rilevante dimensione meta-normativa: esso infatti

---

<sup>7</sup> Il tema della sussidiarietà trova ampio dibattito nella letteratura di settore a partire dalle posizioni dottrinali di GIANNINI, *Sovranità* (dir. vig.) in *Enc. Dir.*, XLIII, 1990.

V. inoltre D'ATENA, *Il principio di sussidiarietà nella costituzione italiana*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1997, p. 609; ID., *Costituzionalismo multilivello*, Torino, 2008; CASSESE, *L'arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato*, in *Riv.trim.dir.pubb.*, 2001, p. 602; ALBANESE, *Il principio di sussidiarietà orizzontale: autonomia sociale e compiti pubblici*, in *Dir. pubbl.*, 1/2000, p. 60 e ss.; COTTURRI, *Potere sussidiario*, Roma, 2001; PIZZETTI, *Il principio di sussidiarietà tra retorica e realtà*, in *Non profit*, 3/2001, p. 267; DE CARLI, *Sussidiarietà e governo economico*, Milano, 2002; CONDORELLI, *Il principio di sussidiarietà nella Costituzione europea*, in *Amministrazione civile*, 11-12/2005, p. 48 e ss.; TROILO, *Verso nuove conformazioni dei pubblici poteri. Federalismo, nuovo regionalismo, sussidiarietà, integrazione europea*, in *Quaderni del Dipartimento di Scienze Giuridiche*, Università degli Studi di Bergamo, n. 24/2005; GRECO, *Sussidiarietà orizzontale e legittimazione ad agire*, in *Non profit*, 2-3/2008, p. 345.

cessa di configurarsi come mero strumento funzionale alla garanzia dell'efficienza allocativa per assumere una valenza assiologica orientata all'attuazione dei *valori* costituzionali, alla promozione dell'inclusione – con particolare attenzione alle nuove forme di vulnerabilità sia individuali che collettive – e, più in generale, alla coesione sociale.

Sullo sfondo, per le ragioni che si approfondiranno, l'emersione di una strutturale incapacità dell'ordinamento di assicurare livelli adeguati di tutela sostanziale – a fronte di innovazioni tecnologiche che sfuggono alle categorie tradizionali e accentuano le asimmetrie informative e decisionali – ha stimolato una riflessione inversa sulla tenuta dell'attuale modello di *soft law* e sull'opportunità di ripensarne la funzione e, dunque, di rafforzarne la *dimensione* cogente nel più ampio quadro normativo europeo.

2. Uno degli snodi teorici centrali, per comprendere le trasformazioni dei mercati contemporanei, è, senza dubbio, rappresentato dal processo di *costituzionalizzazione* del diritto dell'economia.

A partire dagli anni Novanta del secolo scorso, esso si è manifestato attraverso la progressiva, e sempre più pervasiva, penetrazione dei principi costituzionali nell'assetto dell'ordine economico, con effetti rilevanti sulla conformazione dei mercati, sulle categorie tradizionali del diritto economico e sulle stesse libertà di iniziativa privata, oramai non più concepite in termini assoluti o meramente negativi.

Già Massimo Severo Giannini,<sup>8</sup> nel delineare la morfologia dello "Stato regolatore", avvertiva la necessità di un principio ordinante capace di connettere razionalità tecnica e finalità politiche; principio che oggi trova ancoraggio nel nucleo assiologico della Carta costituzionale.

---

<sup>8</sup> GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, 3° ed., Bologna, 1995, in cui descrive e razionalizza il ruolo dello Stato interventista.

Sull'onda delle riflessioni avanzate dal Giannini si colloca il pensiero di Sabino Cassese, tra i principali interpreti della centralità del pluralismo istituzionale e della natura non ideologica della costituzione economica.<sup>9</sup> Egli evidenzia l'opportunità di un modello economico intrinsecamente flessibile, nel quale i principi di rango costituzionale – quali l'iniziativa economica privata, la proprietà, l'intervento pubblico, la tutela del lavoro, la concorrenza e l'utilità sociale – coesistono in una tensione dinamica, senza risolversi in un assetto rigidamente predeterminato. Tale compresenza consente all'ordinamento di adattarsi a scelte politico-economiche mutevoli entro un quadro di regole, controlli, garanzie procedurali e autorità tecniche indipendenti, segnando il definitivo superamento dell'impianto classico fondato sullo "Stato-imprenditore".

All'interno di questa rinnovata visione "policentrica" del governo dell'economia – maturata anche sotto la spinta dell'integrazione europea e dei profondi mutamenti storici ed economici – i principi supremi di eguaglianza sostanziale, solidarietà e dignità della persona assumono la funzione di criteri ordinanti dell'assetto economico,<sup>10</sup> imponendo una rilettura funzionale delle libertà economiche in chiave di interesse generale.

Gli artt. 2, 3, 41 e 47 Cost. sono diventati così parametri di riferimento, idonei a legittimare e, al tempo stesso, conformare l'autonomia economica privata, delineando il mercato quale istituzione giuridica teleologicamente orientata alla realizzazione di valori costituzionali. Come affermato dalla giurisprudenza costituzionale, la libertà di iniziativa economica non gode di una tutela incondizionata, ma va esercitata nel rispetto della persona nella sua dimensione

---

<sup>9</sup> CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, 2012.

<sup>10</sup> ZAGREBELSKY, *Il diritto mite*, Torino, 2019, dove l'autore si riferisce al "diritto" come a un insieme di principi flessibili che devono guidare i giudici e i cittadini verso una giustizia più attenta alle esigenze della vita. In buona sostanza, una chiamata a un diritto più umano, democratico e attento alla complessità sociale, che vede nei principi costituzionali una guida per un'interpretazione giudiziale dinamica e meno autoritaria.

individuale e sociale.<sup>11</sup> Il mercato, pertanto, non è più uno spazio neutro di scambio – regolato unicamente dalle logiche dell'efficienza allocativa – bensì un ambito funzionalmente ordinato in cui le libertà economiche incontrano limiti e indirizzi volti a rimuovere gli ostacoli di ordine economico-sociali che impediscono il pieno sviluppo della persona umana, secondo quanto sancito dall'art. 3, co. 2, Cost.<sup>12</sup>

Emerge così una concezione del diritto dell'economia quale diritto intrinsecamente *valoriale*, chiamato a operare un costante bilanciamento tra esigenze di efficienza del mercato e obiettivi di giustizia sostanziale e coesione sociale, in linea con il paradigma dello Stato costituzionale contemporaneo.

Come opportunamente osservato da Francesco Capriglione, il processo di 'costituzionalizzazione dell'economia' non determina né un irrigidimento dell'assetto normativo né una compressione indiscriminata dell'autonomia privata, ma si traduce

---

<sup>11</sup> La giurisprudenza costituzionale ha progressivamente valorizzato tali principi, riconoscendo la legittimità di interventi incisivi sull'autonomia privata quando finalizzati alla salvaguardia di diritti fondamentali e di interessi collettivi essenziali.

Negli arresti della Corte costituzionale ricorre costantemente l'affermazione secondo cui la libertà economica (art. 41 Cost.) va bilanciata con i valori primari come la dignità della persona, la salute (art. 32 Cost.), l'ambiente e la sicurezza sociale, limitandone l'esercizio per garantire l'interesse generale.

Per citarne alcune, cfr., sentenze n. 293/2000 e n. 92/2002 laddove si sottolinea come la dignità della persona è il fine ultimo e che l'attività economica dev'essere funzionale allo sviluppo della persona. Ed ancora precedente, la sentenza n. 85 del 2013 (vedasi anche le sentenze n. 103 del 1989 e n. 14 del 1964) enfatizzando la necessità di garantire che l'iniziativa economica non comprometta i diritti fondamentali, operando scelte discrezionali ma razionali e non contrastanti con i principi costituzionali.

<sup>12</sup> Ci si muove nell'ambito del c.d. 'principio di eguaglianza sostanziale' di cui all'art. 3, co. 2, Cost., il quale assume, in tale contesto, una funzione propulsiva, imponendo al legislatore, e agli altri soggetti della regolazione economica, di adottare strumenti idonei a rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale che limitano l'accesso effettivo ai beni, ai servizi e alle opportunità offerte dal mercato.

Lo stesso CASSESE, *op.ult.cit.*, richiama l'articolo soprattutto in relazione allo 'Stato-regolatore' e al superamento di una visione meramente formale dell'eguaglianza. Negli stessi termini, RODOTÀ, *Il diritto di avere diritti*, Laterza, 2021, p. 184 e ss., il quale enfatizza il 'principio di uguaglianza sostanziale' in chiave di diritti della persona, inclusione e partecipazione democratica. L'a., ponendosi oltre la mera uguaglianza formale per rendere effettivi i diritti e promuovere il pieno sviluppo della persona, lega strettamente diritto, persona, inclusione e democrazia.

Per un approfondimento sul significato conformativo dell'articolo in commento, v. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952, p. 45 e ss.

nella costruzione di una architettura di valori identitari della regolazione economica, capace di integrare razionalità economica e tutela dei diritti fondamentali.<sup>13</sup>

Ed è proprio in tale direzione che si colloca il crescente ricorso agli strumenti di *soft law*, che pur collocandosi fuori del circuito tradizionale delle fonti formalmente vincolanti, offre un canale privilegiato per l'attuazione indiretta dei valori costituzionali nel governo dell'economia.

Attraverso codici di condotta, linee guida, raccomandazioni e standard elaborati dalle autorità di vigilanza, la *soft law* orienta i comportamenti degli operatori economici in modo flessibile e adattivo, rendendo possibile una regolazione sensibile alla complessità dei mercati e alle nuove vulnerabilità, senza sacrificare il presidio assiologico imposto dalla Costituzione.<sup>14</sup> In tal modo, vengono valorizzate forme di autoregolazione responsabile e di adesione spontanea a principi etici e sociali condivisi che riducono sensibilmente il rischio di rigidità normative e ne promuovono, al contempo, una *governance* più dinamica e efficace a fini di inclusione, sostenibilità e redistribuzione delle opportunità.

3. Se, sul finire del secolo scorso, la crescente attenzione alla 'dimensione etica' della regolazione<sup>15</sup> ha risposto all'esigenza di ricostruire fiducia nei mercati e promuovere forme di responsabilità collettiva, parimenti il tema del governo dell'economia, o, più propriamente, del "governo della costituzione economica" – a fronte dei cambiamenti in atto – impone oggi un approfondimento altrettanto imprescindibile, alla luce dei profondi mutamenti intervenuti nei rapporti tra mercato, potere pubblico e diritti fondamentali. Tale esigenza emerge con particolare evidenza nell'analisi della disciplina dei mercati finanziari, quale ambito

---

<sup>13</sup> CAPRIGLIONE, *Mercato, regole e democrazia*, Torino, 2012, p. 23 ss.; ID., *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, ult. ed.

<sup>14</sup> Sul ruolo della *soft law* nella regolazione economica costituzionalmente orientata, v. CASSESE, *Le basi del diritto amministrativo*, Milano, 2000, p. 89 e ss.

<sup>15</sup> Per uno sguardo d'insieme, ENRIQUES, GARGANTINI, *Etica e regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2020.

privilegiato per comprendere come si siano evolute, e quali siano attualmente, le caratteristiche della *(ri)regolazione* dei mercati e delle forme di intervento statale nella sfera economica.

Invero, si tratta di comprendere in che modo le più recenti trasformazioni dei mercati finanziari e digitali e le grandi crisi sistemiche dell'ultimo quindicennio (la crisi finanziaria ed economica del 2008 e la successiva crisi pandemica) abbiano inciso sul modello dominante di regolazione. Tali eventi hanno accelerato dinamiche già in atto, ridefinendo in profondità i confini tra autonomia privata, potere pubblico e tutela dei diritti fondamentali, e rimettendo in discussione gli assunti del paradigma concorrenziale tradizionale.<sup>16</sup>

Secondo l'elaborazione teorica di Cassese, la crisi del 2008 segna un passaggio decisivo nella parabola dello "Stato-regolatore". Originata all'interno dei mercati finanziari, essa ha determinato una risposta regolatoria di tipo preventivo e sistemico, finalizzata alla gestione del rischio e alla tutela della stabilità complessiva del sistema economico piuttosto che alla mera promozione della concorrenza. Ne sono espressione concreta il rafforzamento delle autorità di vigilanza finanziaria, l'introduzione di meccanismi prudenziali e macro-prudenziali, nonché l'estensione degli interventi pubblici di sostegno e salvataggio a favore di operatori ritenuti sistemicamente rilevanti.

A sua volta, la pandemia da Covid-19, colpendo direttamente la sfera produttiva, sociale e occupazionale del Paese, ha reso evidente «*la fragilità degli strumenti ordinari di regolazione fondati su presupposti di razionalità economica*

---

<sup>16</sup> Propende, *contra*, per una posizione riequilibrante, ASCARELLI, *Certezza del diritto e autonomia delle parti*, in *Diritto dell'economia*, 1956, p. 1238, per il quale le conseguenti risposte del diritto e delle istituzioni, ai grandi cambiamenti nella struttura dei sistemi economici, *relativizzano* sostanzialmente la rigidità della contrapposizione dicotomica tra autonomia dei privati e intervento pubblico.

Secondo l'insegnamento di Ascarelli, la stessa contrapposizione tra autonomia dei privati e intervento dei pubblici poteri «*non è intellegibile se non in relazione alla portata delle varie misure e in un determinato momento storico*».

*astratta e di equilibrio spontaneo dei mercati»<sup>17</sup> così da determinare un ulteriore slittamento del paradigma regolatorio, emerso dalla crisi del 2008. La stabilità finanziaria si è trasformata da obiettivo settoriale a dimensione strutturale e redistributiva dell'azione pubblica, anche in funzione di protezione sociale: ne sono derivate politiche di sostegno diretto al reddito, interventi massicci di spesa pubblica e sospensioni o deroghe temporanee alle regole di mercato in materia di aiuti di Stato, disciplina concorrenziale e vincoli di bilancio.<sup>18</sup>*

La regolazione dei mercati ha quindi progressivamente assunto i tratti di un modello alternativo riconducibile alla nozione di *resilienza*, intesa come capacità del sistema economico non solo di resistere e assorbire shock esterni, ma anche di garantire la continuità delle funzioni essenziali e la tenuta del tessuto sociale. Come evidenzia Capriglione, la crisi pandemica ha rappresentato una vera e propria *“prova di tenuta”* del sistema ordinamentale, dalla quale emerge l'esigenza di una regolazione capace di coniugare flessibilità e responsabilità, riflettendo una concezione del diritto dell'economia sensibile alla complessità sociale e attenta alla protezione dei valori fondamentali rispetto a logiche puramente concorrenziali.

In una dimensione del genere, l'aggettivo «resiliente» assume significato pregnante, poiché esprime l'ibridazione tra regolazione e intervento diretto: l'azione pubblica da eccezione temporanea a un ordine di mercato, ritenuto autosufficiente, si trasforma in componente strutturale dell'assetto economico, fondata su una programmazione economica flessibile che *«impone “correzioni” alle tendenze*

---

<sup>17</sup> L'analisi riprende una critica già sollevata da Capriglione, in merito all'impatto della crisi del 2008 in termini di “crisi di fiducia” nei mercati e nelle istituzioni finanziarie.

L'Autore evidenzia come il collasso del sistema finanziario abbia rivelato l'inadeguatezza di una regolazione meramente formale che si radicalizza ulteriormente a seguito della crisi pandemica.

<sup>18</sup> Una notazione merita, senza dubbio, l'attribuzione allo Stato di un certo ruolo d'intervento nell'economia. Come si fa giustamente notare, tale ruolo non ripercorre vecchie strade intraprese ma si colloca nell'alveo della normativa dell'Unione europea. Anzi, sotto certi aspetti, la trazione europea diviene ancor più significativa in termini di programmazione degli interventi per l'economia.

Per ulteriori sviluppi sul tema, cfr., LUCHENA, *Le crisi e il nuovo intervento pubblico nell'economia*, in AA.VV., *Lezioni di Diritto dell'Economia*, Milano, 2023, p. 98 e ss.

*spontanee e incontrollate dai mercati al fine di evitare “distorsioni” o ripararne i “fallimenti” assicurandone l'apertura, efficienza, trasparenza, concorrenzialità».*<sup>19</sup>

Coerentemente, l'intervento pubblico si avvale oggi di un ampio spettro di strumenti amministrativi, finanziari e para-normativi – *soft law*, piani strategici e condizionalità – oltre che di prassi applicative e, più in generale, di quei fattori che, nel senso attribuito da Cassese, concorrono a formare il “diritto vivente” della regolazione economica, traducibile nell'insieme dinamico di regole, prassi applicative e orientamenti interpretativi che governano effettivamente il funzionamento dei mercati.

Un'evoluzione di siffatta portata risulta particolarmente significativa nel contesto dell'economia digitale e del rinnovato ecosistema finanziario, dove emergono forme inedite di rischio sistemico, difficilmente governabili con strumenti normativi rigidi e statici. Tali fenomeni, infatti, proprio perché costantemente influenzati dalla natura fluida, transfrontaliera e tecnologicamente mediata dei mercati attuali, richiedono una convergenza verso tecniche regolatorie adattive e costituzionalmente orientate, capaci di integrare diritto, etica e tecnologia e di rispondere in maniera flessibile alla complessità dei mercati senza rinunciare al presidio dei principi fondamentali dell'ordinamento.

Il convincimento che sta alla base è che la stabilità dei mercati non può più dipendere dalla sola discrezionalità interpretativa degli operatori o da meccanismi spontanei di autoregolazione, spesso inefficaci di fronte a processi decisionali algoritmici opachi, concentrazioni di potere informativo e accresciuta interdipendenza fra piattaforme digitali e infrastrutture finanziarie.<sup>20</sup> Occorre quindi rafforzare l'impianto normativo non già nel senso di un ritorno a modelli dirigistici,

---

<sup>19</sup> Si esprime così AMOROSINO, *La “Costituzione Economica”*, in PELLEGRINI (a cura), *Diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2023, p. 99 e ss. riprendendo il pensiero di Predieri sulle *disfunzioni* dei mercati e sulla necessità dell'intervento correttivo dello Stato. Sul punto, in particolare, PREDIERI, *Pianificazione e Costituzione*, Milano, 1963.

<sup>20</sup> Cfr., SEPE, *Innovazione digitale, tra rischi di deriva algoritmica e possibili rimedi*, in *RTDE*, Suppl. n. 4/2023, p. 235 e ss.

ma come affermazione di un insieme coordinato di standard minimi, obblighi di trasparenza, presidi di *accountability* e meccanismi tempestivi di vigilanza, idonei a prevenire fenomeni di arbitraggio regolamentare e a garantire una tutela effettiva degli utenti più vulnerabili.

Solo un equilibrio consapevole tra flessibilità e cogenza consente di evitare che l'innovazione non si traduca in un incremento delle disuguaglianze digitali e finanziarie, ma in un motore di inclusione e di redistribuzione delle opportunità, coerente con i valori costituzionali di eguaglianza sostanziale, solidarietà e dignità della persona.

4. L'avvento delle tecnologie digitali, segnato dall'emersione del FinTech, dall'uso pervasivo di sistemi di Intelligenza Artificiale, dalla diffusione dei *crypto-asset* e dalle applicazioni della *blockchain*, ha profondamente ridisegnato l'architettura strutturale dei mercati che, nell'incidere su più livelli delle relazioni intersoggettive, ha delineato i tratti di un nuovo modello di convivenza.<sup>21</sup>

A fronte di tali trasformazioni, il diritto finanziario europeo è chiamato a svolgere una funzione di "governo dell'innovazione", per evitare che la transizione digitale – ad alta complessità tecnica, transnazionale e evolutiva – si traduca in un fattore di amplificazione delle disuguaglianze economiche e sociali: l'indirizzo regolatorio mira dunque a definire uno "spazio normativo" entro cui l'innovazione possa svilupparsi in modo ordinato, coniugando progresso tecnologico, tutela effettiva dei diritti fondamentali e inclusione, in coerenza con i principi e valori fondativi dell'Unione.

Ciò implica che la digitalizzazione della finanza non possa essere considerata un mero fattore di efficientamento o modernizzazione dei mercati, ma richieda

---

<sup>21</sup> Per una prima ricognizione sul tema, v. TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, relazione al convegno su "*Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione*", Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017. Ancora, BANCA D'ITALIA, *Fintech In Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2017.

piuttosto un'analisi rigorosa dei suoi effetti redistributivi. E poiché tali effetti discendono dalla peculiare attitudine delle tecnologie digitali a incidere – talora acutizzandole, talaltra attenuandole – sulle disuguaglianze economiche, sociali e cognitive, ne risultano direttamente coinvolte le condizioni di accesso effettivo ai servizi e alle opportunità finanziarie che, giocoforza, impongono un intervento normativo puntuale volto a favorire la piena integrazione degli individui nell'ecosistema finanziario.<sup>22</sup> E' il caso emblematico del settore FinTech, uno degli ambiti in cui tali tensioni emergono con maggiore evidenza.

Nondimeno, le tecnologie digitali applicate ai servizi finanziari, pur favorendo l'inclusione di soggetti tradizionalmente esclusi dal mercato – ampliandone l'accesso al credito, ai pagamenti e agli strumenti di investimento – mostrano, al contempo, significativi problemi di tutela dei soggetti più vulnerabili, mostrando quali e quante possono essere le forme di sperequazione generate dalla standardizzazione algoritmica dei processi decisionali e dalla concentrazione del potere economico in capo a grandi piattaforme tecnologiche se non accompagnate da adeguate garanzie regolatorie.<sup>23</sup>

Analogo discorso vale per l'uso dell'Intelligenza Artificiale nei mercati finanziari, soprattutto nei processi di valutazione del merito creditizio, di profilazione degli investitori e di gestione del rischio: l'opacità degli algoritmi può agevolare

---

<sup>22</sup> V. D'ACQUISTO, *Nuove tecnologie e regolamentazione. Storie di una convivenza necessaria*, in AA.VV., *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, a cura di AMMANNATI e CANEPA, Napoli, 2021, p. 61 e ss.; ANNUNZIATA, *L'algoritmo sfida gli abusi di mercato*, in *IlSole24Ore* del 25 aprile 2023.

<sup>23</sup> A seguito di questa nuova nomenclatura dei rapporti, è stato posto l'accento sulla questioni di rilievo etico-giuridico determinato dall'impiego crescente di sistemi algoritmici da cui emergono nuove categorie anche strutturali di discriminazione e disuguaglianza. Sul punto, in particolare, CAPPUCCIO, *Tecnologie intelligenti e tutela della persona: la soggettività giuridica alla prova della digitalizzazione*, Napoli, 2025, p. 198 e ss., nel sottolineare, nel rapporto uomo-macchina, la criticità di una massiccia raccolta e analisi dei dati degli individui che genera forme di aggressione alla persona. Tale circostanza tende a trasformare ogni comportamento umano in informazione commerciabile «*erodendo progressivamente la sfera privata e minando la stessa concezione della persona come soggetto titolare di diritti inviolabili*».

invero discriminazioni sistemiche e rendere difficile la ricostruzione del procedimento decisionale automatizzato.

La dottrina più avvertita, traslando la questione sul piano dell'idealismo etico, ha provato a dare una cornice entro cui ricondurre la "raccolta" di un numero immenso di informazioni archiviate (per definizione spersonalizzate) al fine di dare contenuto (giuridico) alle elaborazioni informatiche.

In tale direzione, Capriglione, nel saggio "*Regolazione e controllo finanziario nell'era digitale*",<sup>24</sup> richiamando il pensiero di Fichte, osserva che l'elaborazione algoritmica difetta di quel nesso imprescindibile tra '*realtà fattuale*' e '*atto dell'io puro*', nesso che, per definizione, non può essere oggettivizzato né ridotto a mera procedura formale.<sup>25</sup>

L'esito a cui perviene è che trattasi di una produzione conoscitiva che, pur fondata su basi dati estese, si risolve in semplici anticipazioni astratte o, in altra prospettiva, in risultati predittivi privi della mediazione critica della coscienza, e dunque spesso opachi, parziali e difficilmente intelligibili. Ne discendono, da tale constatazione, questioni di vario genere, a monte delle quali, rileva soprattutto il possibile venir meno della riconducibilità dell'economia in un ambito di eticità «[...] stante l'affievolita attenzione agli interessi solidaristici causata dalla oggettivizzazione delle procedure valutative».<sup>26</sup>

Anche i *crypto-asset* – per la loro natura ibrida, oscillante tra strumento finanziario, mezzo di pagamento e asset a vocazione speculativa – continuano a sollevare interrogativi sulla tutela degli investitori, sulla stabilità dei mercati e sugli effetti redistributivi di tali strumenti, tenuto conto anche del fatto che si versa in

---

<sup>24</sup> V. CAPRIGLIONE, *Regolazione e controllo finanziario nell'era digitale*, in *RTDE*, Suppl. n. 4/2023, p. 3 e ss.

<sup>25</sup> L'autore si riferisce ad una delle più importanti opere del pensiero filosofico di Fichte. Cfr. FICHTE, *Il sistema di etica secondo i principi della dottrina della scienza*, a cura di DE PASCALE, Roma-Bari 1994.

<sup>26</sup> Così, ancora, CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. la sfida dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. n. 3/2021, p. 6 e ss.

presenza di una forma operativa sottratta, fino ad oggi o almeno fino all'avvento del MiCAR, ad un regime autorizzativo specifico e, quindi, fuori degli ordinari canali della c.d. "concorrenza controllata".

Sicché dal quadro appena delineato continuano ad emergere, accanto alle indiscusse potenzialità degli "spazi" digitali, aporie strutturali che impongono un ripensamento complessivo della supervisione creditizia, non tralasciando di considerare come l'ordine giuridico del mercato debba "conformarsi" con i suoi tempi ai processi innovativi che profondamente modificano – ribaltandone gli schemi classici – i contenuti dell'attività finanziaria e, per ricaduta, le scelte d'investimento dei fruitori dei servizi.

L'analisi dei relativi processi applicativi, dunque, diventa necessaria nella misura in cui si manifesta un ulteriore inasprimento delle disparità nell'accesso all'informazione dando luogo a nuove forme di differenziali cognitivi determinati proprio dalla difficoltà per i soggetti "non qualificati" di comprendere le logiche inferenziali sottese. Asimmetrie che, nel loro insieme, rendono di fatto impossibile ai risparmiatori e agli investitori valutare la correttezza, la neutralità e l'equità dei risultati prodotti dai sistemi digitali ove rapportati alla sofisticazione delle basi informative utilizzate e all'impostazione predittiva delle analisi e, nondimeno, alla non intelligibilità degli algoritmi.

Ognuna di queste dinamiche possono dare origine – e, in alcuni casi, accentuare – disuguaglianze già latenti, o in quanto incorporano *bias* sistemici o perché replicano discriminazioni indirette o addirittura perché generano fenomeni di esclusione finanziaria.

Da tempo gli studiosi di diritto dell'economia sottolineano la sussistenza di una serie di fattori eziologicamente rilevanti che alimentano il *digital divide*, ovvero quella forma di sperequazione che abbraccia tanto il tema ampio del grado di competenze informatiche e di consapevolezza dell'"utente digitale" quanto il livello

di infrastrutture tecnologiche messe a disposizione, nonché la questione della loro capillare distribuzione sul territorio.

Anche su questo fronte si denota l'assenza di un giusto equilibrio tra innovazione di processo (e di prodotto), sviluppo delle strutture portanti e diffusione della conoscenza finanziaria – che più opportunamente abbraccia non solo il tema ampio della *financial literacy* ma anche quello della *financial capability* e dell'inclusione effettiva – <sup>27</sup> per far sì che la velocità del cambiamento tecnologico si coniughi armonicamente con i paradigmi della sostenibilità e inclusività volti ad eliminare ogni forma di disparità economica, culturale e sociale di «genere» «generi» e «generazionale».

5. La legittimità della regolamentazione finanziaria digitale – se intesa quale strumento di attuazione di valori costituzionali e sovranazionali – deve essere dunque vagliata in funzione della sua effettiva attitudine a contrastare le disuguaglianze. E ciò ha trovato spazio in queste pagine, da un lato, nel ritenere auspicabile una sinergia tra precetti etici, strumenti di *soft law*, attività di vigilanza e orientamenti giurisprudenziali; dall'altro, nell'incentivare l'adozione di politiche di bilancio e di allocazione dei capitali capaci di conciliare, in tempi rapidi, le istanze di inclusione finanziaria con la promozione di progetti di alfabetizzazione digitale e di accesso equo ai servizi essenziali, calibrati sulle diverse condizioni economiche, sociali e cognitive degli utenti.

Solo incidentalmente – rinviando a più ampie riflessioni nel successivo paragrafo – la finanza etica assurge a baricentro teorico anche nel paradigma digitale, nonostante le criticità che ne accompagnano l'attuazione. La crescente centralità di strumenti flessibili e valori etici, se priva di adeguate garanzie procedurali e di un

---

<sup>27</sup> Sia consentito, opportunamente, il rinvio al mio *L'educazione finanziaria nell'era delle tecnologie digitali. Una lettura coordinata per un approccio nuovo alla disciplina* in Collana di "Diritto dell'economia" diretta da PICOZZA e LENER, Torino, n.64/2022 (in specie p. 25 e ss.).

controllo giurisdizionale effettivo può infatti generare incertezza applicativa e deficit di legittimazione democratica.

Diversamente, ove configurata come insieme di principi regolativi generali orientati alla giustizia sostanziale, la regolazione etica non rappresenta soltanto una sfida tecnica, ma diviene un indice rivelatore della capacità del diritto finanziario di restare ancorato alla propria vocazione inclusiva.

A questo punto si impone una riflessione su un profilo dirimente: la questione dei “tempi del diritto”. Più volte evocata, essa si sostanzia in un autentico conflitto ontologico tra istanze contrapposte: l'esigenza di certezza, che postula stabilità e ponderazione temporale, e la velocità dell'innovazione, caratterizzata da un ritmo esponenziale e da una natura intrinsecamente transnazionale. Ne deriva un quadro regolatorio sovente anelastico dinnanzi alla complessità tecnica dei fenomeni digitali, i quali sfuggono alle tradizionali categorie della sovranità statale rendendo difficile un adattamento tempestivo dell'ordinamento.

Nell'ambito di questa *'asincronia regolatoria'*, come comunemente definita in dottrina, i mercati finanziari digitali assumono un rilievo critico. L'innovazione tecnologica, trainata dalla *blockchain* e dall'Intelligenza Artificiale, entra in tensione con un sistema ordinamentale strutturalmente incline a cristallizzare realtà sociali consolidate per rispondere a esigenze di certezza del diritto. Ed è proprio questa tensione a orientare il legislatore verso forme di progressiva “neutralità tecnologica”, volte a disciplinare gli effetti dei fenomeni digitali più che gli strumenti che li generano.

Il Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR) costituisce, in tal senso, l'esempio paradigmatico di come l'impossibilità di perimetrare fenomeni fluidi, entro schemi immutabili, abbia reso necessario predisporre un assetto di vigilanza adattivo basato su una struttura tripartita della regolazione digitale. Il MiCAR – come cornice di *hard law* – definisce i principi cardine e assicura la legittimazione democratica, demandando i dettagli tecnici a livelli normativi più agili.

Tale rigidità della norma primaria è temperata dal ricorso sistematico alla *soft law*, che agisce da cerniera di adattamento tra il precetto astratto e la mutevole realtà dei mercati digitali senza sacrificare certezza del diritto e tutela del risparmiatore.<sup>28</sup>

A ciò si affiancano gli standard tecnici dinamici (RST e ITS) e le linee guida delle autorità di vigilanza (EBA ed ESMA) che conferiscono al diritto finanziario quella plasticità normativa necessaria a colmare lo *iato* temporale dell'innovazione.

Questo processo di “manutenzione normativa” si arricchisce di un ulteriore presupposto empirico rinvenibile nella disciplina delle *regulatory sandboxes*, veri e propri laboratori di sperimentazione in cui il regolatore, osservando i fenomeni tecnologici *in fieri*, attenua il rischio di un modello irrigidito e non più idoneo a governare la complessità dei mercati.

Si delinea, nel suo insieme, un modello di *governance* multilivello, dove la sperimentazione pratica (*sandbox*) e l'indirizzo interpretativo (*soft law*) convergono per dare sostanza ed effettività al dettato del MiCAR, garantendo un equilibrio costante tra stabilità del sistema e progresso tecnologico.

In ultima analisi, la sfida per il diritto dell'economia non risiede tanto nel superamento della lungaggine burocratica, quanto nella risoluzione di un conflitto ontologico tra certezza del diritto e efficienza dell'innovazione.

L'obiettivo diventa allora l'elaborazione di un ordinamento flessibile e multilivello, capace di preservare i valori costituzionali senza soccombere alla deriva dell'anacronismo legislativo.

---

<sup>28</sup> L'esempio proviene proprio dalla definizione di *crypto-asset* volutamente ampia e legata alla funzione economica piuttosto che alla tecnologia specifica (es. DLT o blockchain). Definendo i *cripto-asset* come «una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente» il legislatore europeo evita di legarsi a uno standard tecnico che diverrebbe in brevissimo tempo obsoleto, garantendo così la tenuta della norma rispetto a future evoluzioni.

6. Il rapporto tra evoluzione tecnologica e capacità di adattamento dell'ordinamento costituisce, nella prospettiva fin qui adottata, uno snodo centrale del dibattito su diritto e sui mercati finanziari. Nel perdurante differenziale di velocità tra mutamento tecnologico e risposta normativa, il diritto manifesta una fisiologica inerzia strutturale in quanto, nell'adeguarsi alle nuove fattispecie, risulta necessariamente mediato da tempi proprio della selezione dei principi, del bilanciamento assiologico e dell'istituzionalizzazione delle regole che finiscono per imporre il ricorso a strumenti di adattamento progressivo (*soft law* e tecniche di regolazione adattiva) entro un più ampio coordinamento multilivello.

E' opinione condivisa che il diritto necessiti, in un contesto siffatto, di una revisione profonda dei paradigmi tradizionali<sup>29</sup> per colmare il crescente divario tra una realtà digitale in rapida evoluzione – capace di disarticolare assetti consolidati, frantumare legami giuridici e incidere sulle modalità storiche di protezione degli individui – e la naturale lentezza dei processi legislativi.

Ciò spiega come in specifici segmenti di mercato, quale quello finanziario, l'esigenza di dispositivi di raccordo ermeneutici e regolatori, atti a ridurre il differenziale temporale e a preservare la coerenza assiologica del sistema, abbia progressivamente attribuito alla *soft law* finanziaria (intesa quale complesso di linee guida, orientamenti e Q&A elaborati dalle autorità di vigilanza nazionali e, soprattutto, dalle Autorità europee di supervisione come le ESA) una crescente centralità: essa opera infatti come criterio di orientamento valoriale, contribuendo a colmare i vuoti normativi e ad accompagnare l'innovazione.

L'insieme di tali strumenti – pur formalmente non cogenti – svolgono una funzione imprescindibile di integrazione, specificazione e armonizzazione della

---

<sup>29</sup> Mi sia consentito il rinvio al mio *Tecnologie digitali e tutela dei dati personali*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019, p. 259 e ss. in cui si affronta l'impatto della direttiva PSD2 e le sfide della regolazione, evidenziando soprattutto le insidie di un ordinamento che deve rincorrere trasformazioni tecnologiche costanti.

disciplina, incidendo in modo sostanziale sia sulla configurazione dei mercati digitali che sui presidi di tutela approntati in favore di risparmiatori e investitori.

Nell'architettura dell'Unione, la *soft law* delle ESA si configura, in particolare, come “cerniera operativa” tra le fonti primarie costituite dal Regolamento sui mercati di cripto-attività (MiCA), seguito da quello sull'Intelligenza Artificiale (AI Act) e dal Regolamento sulla resilienza operativa digitale del settore finanziario (DORA) traducendo i principi generali enunciati a livello legislativo in standard tecnici, criteri applicativi e modelli di condotta idonei a governare rischi tecnologici, informativi e sistemici propri dell'ecosistema finanziario digitale.<sup>30</sup>

Ne risulta che la *soft law* non solo riduce le asimmetrie informative (anche nella loro dimensione algoritmica) ma indirizza i comportamenti degli operatori verso assetti coerenti con i valori costituzionali di trasparenza, correttezza e protezione delle situazioni di maggiore vulnerabilità.

Tuttavia, l'evoluzione della c.d. “regolazione leggera” – o per riprendere l'espressione di Marcello Clarich della “regolazione mite” –<sup>31</sup> solleva rilevanti interrogativi in ordine alla legittimazione democratica delle fonti, alla certezza del diritto e al rischio di una progressiva *tecnicizzazione* della funzione normativa. Non sorprende dunque che una delle criticità maggiormente avvertite in dottrina si radichi nel deficit di democraticità e nella conseguente crisi della gerarchia delle fonti.

Il limite principale risiede nella natura extra legislativa di tali atti: poiché la *soft law* è emanata da organismi tecnici o da autorità amministrative indipendenti – quali

---

<sup>30</sup> Trattasi di un pacchetto di norme piuttosto complesso e composito che mira, come nel caso del Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCA – *Markets in Crypto-Assets Regulation*), ad emanare orientamenti per tipizzare disclosure, governance e responsabilità dei fornitori di servizi su cripto-attività. La tutela della trasparenza tracciabilità e controllo umano dei sistemi ad alto rischio impiegati in credito, profilazione e gestione del rischio è affidata alle Linee guida settoriali imposte dal c.d. AI Act (Reg. 2024/1689/UE); mentre il Regolamento (UE) 2022/2554 (DORA – *Digital Operational Resilience Act*) postula, a sua volta, schemi tecnici e best practices su continuità operativa, ICT risk management e vigilanza sui fornitori terzi critici.

<sup>31</sup> Così, CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2024.

ESMA, EBA, EIOPA – privi di diretta investitura democratica, si viene a determinare una fisiologica tensione con il principio di gerarchia delle fonti. Ciò accade in quanto disposizioni, che nella prassi assumono incidenza sostanzialmente vincolante, vengono introdotte al di fuori del circuito parlamentare, con effetti di erosione del modello classico di legalità formale.

Si aggiunga che l'*iter* di adozione di linee guida, raccomandazioni e orientamenti non assicura, di regola, lo stesso livello di pubblicità, trasparenza e partecipazione degli interessi coinvolti che caratterizza il procedimento legislativo ordinario. Tale asimmetria procedurale accresce il rischio di un indebolimento delle garanzie democratiche e amplia la distanza tra fonti formali e fonti para-normative nel governo dell'economia.

Sicché l'esigenza di ricondurre la *soft law* entro un quadro di legalità sostanziale impone la previsione di meccanismi effettivi di trasparenza, partecipazione e controllo giurisdizionale atti a preservare l'equilibrio ragionevole tra flessibilità regolatoria, legittimazione democratica e tutela della persona e della coesione sociale. In tale prospettiva, la giurisprudenza si atteggia a presidio di proporzionalità, ragionevolezza e tutela dell'affidamento, garantendo che gli atti non vincolanti scivolino verso forme opache o tecnocratiche e restino ancorati alle finalità sostanziali dell'ordinamento.

Un ulteriore profilo su cui la dottrina spesso si è soffermata è rappresentato dal c.d. "paradosso sanzionatorio".

La mancanza (solo formale) di un apparato sanzionatorio tipico nella *soft law* è smentita dagli effetti di "coercizione reputazionale" che nei mercati finanziari, in relazione all'inosservanza di una raccomandazione, può innescare un *downgrade* del rating o l'esclusione da specifici circuiti di investimento, configurando una sanzione di mercato talora più severa di quella giuridica. In tale quadro la flessibilità regolatoria non opera attraverso il timore della sanzione, ma tramite la "pressione reputazionale" e il meccanismo del *comply or explain* di impronta societaria.

Deriva da ciò che l'adesione spontanea a tali standard non è realmente facoltativa: essi, infatti, integrano i parametri di diligenza professionale (*ex art. 1176, co. 2, c.c.*), trasformando le raccomandazioni in criteri di valutazione della responsabilità degli operatori. In tal modo, la violazione di una norma "morbida" può sfociare in una condanna risarcitoria "dura", dando luogo a una forma di vincolatività surrettizia che elude, sul piano sostanziale, le garanzie proprie della norma incriminatrice.<sup>32</sup>

Non meno significativo è il rischio di arbitraggio regolamentare, dal momento che l'asimmetria applicativa tra diverse giurisdizioni consente agli operatori digitali di delocalizzare in regimi meno stringenti, alterando così la concorrenza e svuotando di efficacia gli obiettivi di tutela. Infine, l'elevata complessità tecnica del settore espone al "*captivity risk*" (letteralmente "rischio di cattura del regolatore", che può generare una dipendenza informativa dalle imprese vigilate) con l'effetto che gli standard di *soft law* finiscono per riflettere gli interessi degli *incumbents*, erigendo barriere all'ingresso per i nuovi operatori e comprimendo la concorrenza.

Merita, da ultimo, considerazione il fatto che, a differenza degli atti normativi o amministrativi tipici, la *soft law* risulta difficilmente impugnabile dinanzi ai giudici amministrativi o alla Corte di Giustizia dell'Unione<sup>33</sup>. Poiché, almeno sul piano teorico, essa non produce effetti giuridici immediati nei confronti dei terzi, il soggetto che si ritenga leso dall'inosservanza di una raccomandazione, incontra ostacoli

---

<sup>32</sup> Si genera così il c.d. processo di *hardening* attraverso il quale atti formalmente non vincolanti (linee guida, raccomandazioni, Q&A, codici di condotta) finiscono, di fatto, per assumere una forza normativa sostanziale.

Secondo la dottrina, la crescente incidenza sostanziale di linee guida e orientamenti – laddove non adeguatamente incardinata in procedure trasparenti e partecipative – è motivo di possibile indebolimento delle garanzie tipiche della legislazione democratica. Così RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 2/2017, p. 53 e ss.

<sup>33</sup> Sul punto si sofferma, ANNUNZIATA, *Atti delle Autorità e Istituzioni europee, tra soft law e controllo della Corte*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, Editoriale, 2021, 1-3.

processuali rilevanti nel chiederne l'annullamento, subendo, in concreto, un esercizio di potere difficilmente sindacabile.

Si può concludere allora che, sebbene la *soft law* rappresenti l'unico strumento più adatto a seguire la fluidità del digitale, essa sconta un deficit di garanzia che non può essere trascurato. La sfida per il giurista consiste nel ricondurre tali prassi entro l'alveo dei principi di legalità e sindacabilità, evitando che l'esigenza di rapidità si traduca in deroghe arbitrarie allo Stato di diritto.

Governare la complessità tecnologica, senza rinunciare alla centralità della persona, significa riconoscere che la digitalizzazione può divenire leva di contrasto alle disuguaglianze solo se inserita in un quadro normativo teleologicamente orientato, nel quale regole formali, *soft law*, vigilanza e controllo giurisdizionale concorrano alla costruzione di un ordinamento economico democratico, equo e sostenibile.

7. Le riflessioni che precedono, nel segnalare l'esigenza di un impianto unionale più solido e armonizzato, preparano il terreno all'introduzione del paradigma normativo e assiologico della finanza etica.

Il nesso tra sostenibilità, tutele costituzionali e etica si configura, in tale prospettiva, come un rapporto di integrazione funzionale nel quale ciascun elemento assume rilievo giuridico e concorre a delineare un modello coerente con la protezione della persona e con l'attuazione del principio di eguaglianza sostanziale.

Pertanto, se la sostenibilità assurge a principio teleologico del diritto dell'economia contemporaneo – orientato alla tutela della persona, delle generazioni future, dell'ambiente e della coesione sociale – l'etica ne rappresenta il necessario strumento di mediazione, capace di tradurre la dimensione valoriale della Costituzione nelle prassi operative del mercato.

Per coglierne la portata, è opportuno ricostruire l'evoluzione dell'etica da valore meramente morale a valore normativo, inteso come insieme di principi di responsabilità, trasparenza, correttezza e inclusione.

Muovendo dall'ancoraggio costituzionale rinvenibile nel combinato disposto degli artt. 41 e 47 e in dialogo con i più recenti interventi fondanti sul principio dell'“ecologicamente corretto”, viene superata l'antinomia tra *etica* ed *economia*, che eleva la “responsabilità sociale” a criterio di legittimità dell'*agère* sul mercato.<sup>34</sup>

Inevitabilmente tale evoluzione si riflette sugli orientamenti dell'odierna finanza, la quale declinando in “finanza della responsabilità”, trasforma la finanza etica – e dunque il contratto d'investimento che ne costituisce il presupposto, in uno strumento di attuazione di valori costituzionalmente protetti.<sup>35</sup> Ciò si concretizza nello sviluppo di prodotti finanziari destinati a iniziative *green* e sociali (fondi

---

<sup>34</sup> Cfr. Legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1, recante “Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente”, che aggiunge un nuovo comma all'art. 9 Cost. il quale, nella versione attuale, fa menzione del paesaggio e del patrimonio storico-artistico senza citare espressamente l'ambiente.

Con la riforma «*la tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni*», tali obiettivi, vengono inseriti tra i principi fondamentali dalla Carta costituzionale, rinviando altresì al legislatore la facoltà di stabilire i modi e le forme di tutela degli animali. Infine, in materia di iniziativa economica privata, la norma pregressa dell'art. 41 Cost. viene integrata con la previsione che tale attività non deve svolgersi in modo da recare danno alla salute e all'ambiente.

Si rammenti inoltre che l'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea fa riferimento ad un nuovo concetto di libertà di impresa in cui uno degli obiettivi maggiormente perseguiti dalle politiche comunitarie è quello di costruire un mercato interno secondo criteri di stampo marcatamente liberistico (artt. 26 ss., 101 ss. e 107 ss. del TFUE) che guardi con occhi attenti al tema dell'ambiente, del clima, della sicurezza e della dignità umana.

Per una compiuta ricostruzione, v. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, in particolare cap. V. L'autore si sofferma essenzialmente sull'inadeguata risposta dei governi a fronte degli eccessi della globalizzazione, riscontrabili soprattutto sul piano delle divisioni sociali e sulla realizzazione di equi processi distributivi. Ciò induce l'interprete a porre delle domande sull'intrinseco carattere distruttivo al fine di individuare possibili rimedi che consentano la salvaguardia degli ecosistemi nella contestualità di una progressione economica incontrollata.

<sup>35</sup> Per le dovute riflessioni, cfr. CAPRIGLIONE, *Cultura della responsabilità ed etica della finanza*, a cura di Conte, Bari, 2008, p. 138 e ss.

d'investimento, fondi pensione, ampliamento della platea dei beneficiari) volti a contrastare l'esclusione dal sistema finanziario delle categorie più vulnerabili.<sup>36</sup>

Questa convergenza verso una visione pluralistica del benessere, attenta alla tutela delle risorse naturali, costituisce il presupposto della rinnovata nozione di finanza etica, fondata sull'equilibrio tra "logica dell'interesse economico" e "logica della solidarietà", in una sintesi tra ricerca del profitto e utilità sociale.<sup>37</sup>

Ne è conseguito, almeno nelle intenzioni del legislatore, un modello funzionale alla costruzione di un ordinamento economico ispirato alla condivisione di diritti e doveri e, più in generale, alla responsabilità verso la collettività, in cui la finanza etica assume funzione ordinante: sostenere lo sviluppo economico e sociale, valorizzare il potenziale dei sistemi finanziari e prevenire distorsioni da strategie esclusivamente massimizzatrici del profitto.<sup>38</sup>

Su queste basi, la finanza etica non è più un settore residuale, confinato alla sola dimensione ESG e CSR (*Corporate Social Responsibility*), ma principio regolativo in grado di orientare mercati e decisioni pubbliche verso principi di tutela effettiva e eguaglianza sostanziale, prevenendo nuove disuguaglianze (specie in ambienti digitali e a elevata complessità tecnica) e concorrendo ad una migliore redistribuzione delle opportunità.

---

<sup>36</sup> AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo, Riflessioni a margine del IV Simposio europeo dei docenti universitari sull'impresa e la costruzione di un nuovo umanesimo*, a cura di CAPRIGLIONE, Bari, 2007.

Nel pensiero di Francesco Capriglione il "nuovo umanesimo" designa un paradigma giuridico-economico volto a ricondurre la finanza alla sua dimensione etico-sociale, ponendo la persona – e non il solo profitto – al centro delle dinamiche di mercato. Esso costituisce dunque la chiave di lettura delle trasformazioni contemporanee del diritto dell'economia e rappresenta un criterio ordinatore che integra valori quali responsabilità, solidarietà e sostenibilità nella regolazione dei sistemi finanziari.

<sup>37</sup> Sia consentito il richiamo al mio *Le implicazioni economico-sociali nei nuovi modelli di finanza alternativa: verso un mercato digitale (del credito) effettivamente inclusivo e efficacemente sostenibile?*, in *Rivista di diritto bancario*, 4/2021, pp. 665-695.

<sup>38</sup> Si rinvia compiutamente a PERUFFO et al., *Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità*, Roma, 2013, pp. 40-67.

Nella tradizione giuridica del diritto dell'economia, il passaggio dall' "etica della finanza" alla "finanza etica" anticipa l'idea di una finanza valoriale orientata alla persona quale declinazione del paradigma più ampio della *sostenibilità*.<sup>39</sup>

Secondo l'impostazione dottrinale elaborata da Capriglione e fatta propria dalla letteratura prevalente,<sup>40</sup> finanziamenti etici e sostenibili, se adeguatamente regolamentati, migliorano il funzionamento dei mercati, poiché incidono sulla loro capacità di mobilitare e allocare risorse verso attività economicamente e ambientalmente sostenibili. Mercati dei capitali integrati ed efficienti, infatti, agiscono da catalizzatori dell'orientamento dei flussi finanziari verso investimenti sostenibili, attirando un numero crescente di investitori. Assumono, in tale prospettiva, particolare rilievo le obbligazioni verdi (*green bonds*),<sup>41</sup> caratterizzate da un impatto ambientale misurabile; i prestiti verdi, destinati a sostenere, tra l'altro, il miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici o la transizione verso veicoli a zero emissioni; e ancora i mutui ipotecari verdi e gli strumenti di supporto ad essi connessi, collocati nel più ampio quadro della revisione della normativa europea in materia di credito ipotecario.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Già a partire dagli anni Novanta del secolo scorso si forma il pensiero di Capriglione sulla possibilità di qualificare come "etica" l'attività finanziaria che si conforma agli obiettivi della sostenibilità.

Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità*, in *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management*, a cura di M. Sepe, 2/2020, pp. 12-25.

Prodromi di una finanza "valoriale" nel contesto italiano sono presenti già nello studio di CAPRIGLIONE, *Etica della finanza*, Laterza 1997.

<sup>40</sup> Per un quadro organico della materia, v. SEPE, *Impresa e finanza tra etica e diritto*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo, op.ult.cit.*, p. 49 e ss.; SANTAMARIA, *La finanza etica e sostenibile. Una panoramica sull'evoluzione normativa italiana e europea*, in *La finanza ai tempi del Coronavirus*, volume redatto per il decennale della *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management, ibidem*, pp. 26-38.

<sup>41</sup> Per la letteratura in argomento, v. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 1/2021, p. 115 e ss.

<sup>42</sup> Ancora CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv.Trim.Dir.Econ.*, 1/2021, p. 241 e ss.

Cresce anche l'attenzione degli investitori – i Millennials in particolare – che, grazie a livelli più elevati di alfabetizzazione digitale e finanziaria, manifestano una spiccata sensibilità verso i valori etici ed economici, individuali e collettivi.<sup>43</sup>

Il richiamo ad esigenze educative – rivolte al cittadino prima ancora che al consumatore – anche in quest'ambito riporta agli studi di Monica Cossu e Umberto Morera che individuano nella “consapevolezza finanziaria” la propensione a privilegiare investimenti sostenibili e responsabili, caratterizzati da orizzonti di medio-lungo periodo, anche in ragione del loro mutato approccio ai consumi verso prodotti e servizi finanziari riconducibili all'area della *sustainability*.<sup>44</sup>

Più in generale, l'interesse per gli investimenti sostenibili – ricompresi nell'odierna “macro-tematica ESG” – è alimentato dall'esigenza di partecipare attivamente ai processi di trasformazione in atto e di contribuire alla tutela del clima e dell'ambiente. Un orientamento verso un'Europa verde che sensibilizza anche i “nativi digitali” interessati a prodotti *eco-friendly* e modalità di acquisto ispirate a una dimensione più locale e responsabile, che rendono maggiormente consapevoli e solidali le scelte di impiego del risparmio.

In quest'orizzonte, l'educazione finanziaria diviene fattore di “umanizzazione”, anche grazie ai contributi della psicologia comportamentale, dando vita a un modello di “economia spirituale” che supera la mera informazione tecnica e si configura come autentica educazione alla cittadinanza economica.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> DELOITTE, *Millennials and Wealth Management: Trends and Challenges of the New Client*, 2016; ID., *The Deloitte Global Millennials Survey*, 2020.

<sup>44</sup> Cfr. COSSU, *L'educazione finanziaria della “generazione Z”*. *Riflessioni in tempo di pandemia*, in *Scritti in onore di V. Di Cataldo*, I, *Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2021, p. 241 e ss.; MORERA, *Educazione finanziaria, cultura d'impresa ed «educazione societaria» nelle scuole (art. 25, legge n. 21/2024): due brevi riflessioni critiche*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Bologna, 2024, pp. 97-102.

<sup>45</sup> Si richiama lo scritto di COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, cit., 2021, p. 1285 e ss.

Di modello di “economia spirituale”, evocato dalla dottrina, ne parla anche RIGHINI, *Educazione finanziaria*, in *Collana Banca, Finanza e PMI*, Milano, 2019, la quale declina l'educazione finanziaria in termini di percorso etico e valoriale (responsabilità sociale; modelli comportamentali e sviluppo sostenibile) prendendo a prestito il concetto di “umanizzazione dell'economico”, molto vicino a quello di “*economia spirituale*”.

Parallelamente, i finanziamenti etici e sostenibili fungono da volano per l'inclusione finanziaria, favorendo l'accesso a categorie più vulnerabili, promuovendo condizioni di effettiva e piena integrazione sociale. Invero, l'esperienza delle grandi crisi del nuovo Millennio, nell'incidere profondamente sulle tradizionali soglie di povertà e di emarginazione sociale, ha dato luogo a nuove dimensioni sociali e generato vulnerabilità inedite.

Motivo per cui la finanza etica e sostenibile attribuisce un ruolo di primo piano al microcredito la cui vocazione etica<sup>46</sup> non risiede solo nel risultato economico, ma nell'*empowerment* e nella riduzione delle diseguaglianze. Trattasi di uno strumento a marcata funzione sociale che introduce il principio del c.d. "prestito responsabile" orientato alla valorizzazione degli obiettivi sostenibili in ragione di un'egualitaria distribuzione della ricchezza prodotta.<sup>47</sup> A sua volta, la microfinanza moderna, allineata agli obiettivi del *Green Deal* europeo (COM/2019/640 final), nel concentrarsi sui piccoli prestiti per l'economia verde, segna una fase rilevante della trasformazione finanziaria verso un'economia circolare e a basse emissioni.<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> Dettagliatamente, v. LA TORRE, *Microfinanza e finanza etica*, in *Bancaria*, 10/2005, p. 7 e ss., secondo l'autore nel bacino della microfinanza si fa rientrare qualsiasi attività finanziaria che si caratterizza per le dimensioni ridotte dei fondi impiegati, dei redditi dei beneficiari e delle iniziative sostenute. Per lungo tempo la microfinanza ha coinciso con il microcredito, ovvero con l'offerta di prestiti di piccolo importo, in favore di clienti con gravi problemi di sussistenza, residenti in Paesi in via di sviluppo, i c.d. "più poveri tra i poveri" e i poveri.

I cambiamenti sociodemografici degli ultimi decenni hanno, tuttavia, profondamente mutato lo scenario economico a livello mondiale. Per la microfinanza, il nuovo scenario ha significato nuovi potenziali beneficiari, nuovi prodotti, un maggiore coinvolgimento degli intermediari finanziari. Tali investimenti possono essere effettuati in singole società o attraverso un fondo comune d'investimento socialmente consapevole o un fondo negoziato in borsa (ETF).

Si veda, inoltre, CAVALIERI, *La prospettiva dei "green bonds" per la finanza sostenibile*, in *Diritto pubblico europeo*, 1/2020, pp. 1-15.

<sup>47</sup> La stessa Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU), con risoluzione 52/194 del 1997, ha voluto sottolineare l'importanza del microcredito quale strumento di sviluppo economico e di lotta alla povertà e di contrasto a rischi di degenerazione commerciale e distorsioni di mercato.

Per la dottrina in argomento, RUSSO, *Commento art. 111 TUB* (aggiornamento) in BONFATTI, *Commentario al Testo Unico Bancario. D. Lgs. n.385/1993*, di FALCONE, (a cura) in Collana "i COMMENTARI di giurisprudenza e dottrina", Pisa, 2026.

<sup>48</sup> Tale evoluzione ha destato l'interesse dei principali operatori del mercato, inclusi i fondi di *private equity* e gli *hedge funds*, i quali gestiscono quote consistenti di capitali destinati agli investimenti socialmente responsabili (*Socially Responsible Investing*, SRI).

A *latere* di microcredito e microfinanza l'inquadramento dogmatico dei fattori ESG che rappresenta una delle evoluzioni più rilevanti della finanza etica e sostenibile contemporanea. La loro dimensione assiologica si radica nel quadro sistematico degli strumenti di inclusione finanziaria non solo come criterio ordinatorio (maggiore accesso a risorse economiche, sociali e generazionali), ma anche quale cornice valutativa della *sostenibilità* (specie nella microfinanza verde), legittimando la riconduzione del microcredito entro il più ampio perimetro della finanza sostenibile delineata dal diritto europeo. L'esigenza di ampliare l'accesso a risorse che, in assenza di interventi mirati resterebbero asimmetricamente distribuite, ha infine accelerato il processo di riforma della finanza etica e sostenibile a livello comunitario tramite politiche di *governance* improntate alla massima trasparenza, a remunerazioni coerenti con l'ambiente per prevenire un utilizzo distorto delle risorse e garantire benefici diffusi per la collettività. Questo ha implicato, soprattutto, la necessità di assicurare la piena conciliabilità delle scelte etiche con un impianto disciplinare unitario e armonizzato.

Nella direzione indicata si colloca l'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2020/852,<sup>49</sup> che introduce la tassonomia delle attività economiche ecosostenibili

---

<sup>49</sup> Per quanto gli aspetti concernenti queste due particolari forme di finanziamento abbiano ottenuto un concreto riconoscimento nell'ecosistema più ampio dei mercati finanziari, non va disconosciuta la loro intrinseca vulnerabilità alle distorsioni.

Secondo una buona parte della dottrina anche internazionale restano aperte delicate questioni – almeno fino alla riforma introdotta dal D.M. 21/2023 – sull'onerosità dei tassi d'interesse (superiori rispetto al credito bancario tradizionale), sul sovraindebitamento con possibili fenomeni di *'over borrowing'* e sulle derive verso clientele più povere che hanno costituito un punto di rottura nel percorso di finanza "eticamente" credibile, così da indurre a ripensare ad un quadro di regole chiare, di trasparenza, e con un bilanciamento corretto tra rischio, onerosità e impatto sociale. Ciò anche a motivo della perdurante assenza di standard condivisi a livello internazionale per la misurazione della *sostenibilità*, la quale ha generato difformità nei criteri di raccolta dei dati e delle metodologie di costruzione dei rating ESG solo in seguito superata da importanti interventi legislativi in ambito UE.

Per la dottrina in argomento, v. CORINNE RAUX, FISCHER, *Testing the application of application of the EU Taxonomy the EU Taxonomy to core banking products*, European Banking Federation, 2021. Ed ancora, ESCRIG-OLMEDO et al., *Rating the raters: evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, in *Sustainability*, 11, 3, 2019, p. 915 e ss., laddove si richiede una riforma coerente con l'introduzione di standard condivisi a livello internazionale per la misurazione della *sostenibilità*, superando le lamentate difformità nei criteri di raccolta dei dati e delle metodologie di costruzione dei rating ESG.

secondo l'allineamento con gli obiettivi ambientali dell'Unione. Centrale, nel quadro delle attività ambientalmente sostenibili introdotto dal *Taxonomy Regulation*, è la clausola DNSH (*do no significant harm*) volta a garantire che un'attività economica, per essere qualificata come ambientalmente sostenibile, non arrechi un danno significativo agli altri obiettivi ambientali dell'Unione.

La DNSH è dunque una condizione necessaria e cumulativa, non derogabile, che impedisce classificazioni opportunistiche e limita il rischio di greenwashing all'interno del sistema europeo della finanza sostenibile.

Oltre a incidere sugli assetti organizzativi e di controllo degli ordinamenti a livello nazionale,<sup>50</sup> il processo di transizione verso un diritto flessibile e multilivello ha reso opportuno incidere sugli aspetti della trasparenza e supervisione attraverso un inasprimento degli obblighi di informativa sulla sostenibilità degli investimenti, tanto da produrre un ulteriore trasformazione del principio etico da "scelta volontaria" a "standard di trasparenza obbligatorio".

Questo passaggio – che trova un punto di approdo nel *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (Reg. 2019/2088/UE, noto come *SFDR*) – segna dunque la transizione dalla "soft law etica" non coercitiva alla "hard law climatica e sociale",

---

<sup>50</sup> Nello specifico, questo diverso baricentro in termini di finanza etica ha imposto nell'ambito dell'ordinamento domestico il riconoscimento formale della disciplina degli operatori di finanza etica e sostenibile (*ex art. 111-bis TUB*) poi estesa al comparto della finanza, segnatamente all'art. 117-ter del TUF, laddove si impongono specifici obblighi di informazione e di rendicontazione alla cui osservanza sono tenuti «i soggetti abilitati alla promozione di prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili».

La letteratura in merito ha più volte sollevato la lacunosità della norma e il rilevante deficit di democraticità delle istituzioni economiche globali non superabile dal rinvio agli standard internazionali sull'impatto sociale e ambientale della finanza etica e sostenibile richiamati dal legislatore speciale all'art. 117-ter TUF. Ciò anche in ragione dell'impossibilità, tuttora attuale, di pervenire a un "rating etico" – previsto, a sua volta, dall'art. 111-bis TUB – fondato su criteri realmente uniformi per la valutazione della sostenibilità delle attività economiche e degli strumenti finanziari.

In termini critici, cfr. CARLIZZI, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis TUB*, in *Riv. dir. comm.*, 1/ 2020, p. 51 e ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, MACCHIAVELLO, *Commento all'art 111-bis TUB*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (a cura di CAPRIGLIONE), Padova, 2018, p. 1643 e ss.

superando le carenze di democraticità e certezza del diritto che la mera flessibilità regolatoria non è stata in grado di risolvere.

Interrogativi che hanno imposto di ripensare il ruolo del giurista quale garante della proporzionalità e della tutela dell'affidamento, per evitare non solo che atti non vincolanti degenerino in regolazioni opache o tecnocratiche ma, soprattutto, per ancorare le norme cogenti a criteri guida di eticità e uguaglianza.

Nel suo complesso, il 'Piano d'Azione' per la finanza etica e sostenibile che oggi l'UE ci consegna, introduce regole più stringenti a tutela dell'investitore attraverso obblighi armonizzati di trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e azioni di monitoraggio e prevenzione di pratiche di *greenwashing* basate su un sistema informativo chiaro, comparabile e verificabile.<sup>51</sup>

L'ulteriore sfida riguarda, infine, l'accertamento della responsabilità precontrattuale e contrattuale dell'intermediario finanziario, qualificando la violazione dei codici etici non più come un mero inadempimento morale, bensì quale violazione degli artt. 1175 e 1375 del codice civile, riconducibile ai ben noti doveri di buona fede e correttezza che permeano l'intero rapporto contrattuale.

8. L'analisi fin qui svolta sull'evoluzione delle funzioni del diritto nella regolazione dei rapporti economici e sociali, per la sua intrinseca complessità e per l'eterogeneità dei piani coinvolti, ha richiesto una ricostruzione sistemica articolata su più livelli argomentativi.

L'inadeguatezza di modelli ancorati a un'idea meramente formale dell'uguaglianza, propria del costituzionalismo classico, ha progressivamente messo

---

<sup>51</sup> Occorre ricordare che le norme europee contro il *greenwashing* non costituiscono un unico atto, ma un sistema integrato, composto da regolamenti sulla finanza sostenibile; obblighi di disclosure per imprese e operatori finanziari; vigilanza delle autorità europee; standard tecnici; *enforcement* tramite contenzioso e azioni di vigilanza: l'obiettivo è evitare affermazioni ambientali o ESG fuorvianti, che possono alterare il comportamento degli investitori o dei consumatori. Importante la funzione dell'EU *Taxonomy* (Regol. UE 2020/852), il quale limita alla radice il *greenwashing*, imponendo definizioni giuridiche di "sostenibile".

in luce l'esigenza di approdare a paradigmi orientati alla tutela effettiva della persona e alla redistribuzione delle opportunità. Tale esigenza è emersa con particolare intensità nel diritto dell'economia, settore connotato da una accentuata interdisciplinarietà e dalla compresenza di valori eterogenei, spesso in reciproca tensione.

Il dialogo tra diverse tradizioni valoriali restituisce il livello di complessità dei mercati odierni e del loro impatto sull'assetto sociale, rendendo ineludibile l'individuazione di presidi disciplinari atti a prevenire rischi derivanti da condotte scorrette e da forme di *agère* economico che, progressivamente svincolate da riferimenti etici e solidaristici, hanno compromesso non solo il benessere collettivo ma anche quello delle generazioni future.

In questo contesto, il diritto dell'economia è stato chiamato a confrontarsi con una logica postmoderna, nella quale la regolazione si fa carico della dimensione culturale e valoriale dei processi economici,<sup>52</sup> contrapponendosi alle derive degenerative dei mercati e a condotte orientate esclusivamente alla "massimizzazione del profitto" o, nei casi più estremi, a forme di opportunismo spregiudicato.

L'evoluzione del diritto finanziario offre, in questa prospettiva, un osservatorio privilegiato di tali dinamiche. Si è potuto appurare come la progressiva integrazione tra disciplina legislativa formale, *soft law*, regolazione etica dei mercati e pratiche di vigilanza abbia segnato il superamento di una concezione puramente tecnica della finanza in favore di un modello assiologicamente orientato alla protezione della persona e alla redistribuzione delle opportunità: linee guida, raccomandazioni e principi elaborati dalle autorità di vigilanza e dagli organismi sovranazionali, pur collocandosi formalmente fuori dal circuito tradizionale delle fonti, incidono concretamente sull'assetto dei mercati, indirizzando i comportamenti degli

---

<sup>52</sup> Ancora AMOROSINO, *op.ult.cit.*, p. 22.

intermediari, definendo standard di condotta e rafforzando la tutela degli investitori e dei risparmiatori, specie in un contesto di elevata complessità tecnica e di rapidi processi di innovazione digitale.

Questa centralità è tuttavia accompagnata da aporie sistemiche, soprattutto con riferimento ai profili di legittimazione democratica delle fonti e alla certezza del diritto, così come è emerso nell'analisi.

Secondo l'impostazione dottrinale prevalente, gli strumenti di *soft law* pongono inevitabili interrogativi sul loro livello di trasparenza, sulla natura della responsabilità e sul controllo delle scelte normative a seguito del crescente potere regolatorio di soggetti tecnici e indipendenti, tanto da non tralasciare la circostanza che «[...] la mancata valenza coercitiva della *soft law* è dovuta sia all'assenza di un potere normativo in capo all'organo che esprime la regolazione sia all'opzione di suggerire un comportamento da tenere in assenza di altre forme disciplinari con efficacia vincolante e duratura nel tempo». <sup>53</sup>

Da qui, la necessità di un equilibrio tra flessibilità regolatoria e rispetto dei valori costituzionali è sembrata coerentemente la strada da seguire, al fine di evitare che la *soft law* si traduca in una forma di deregolazione mascherata o in una privatizzazione della funzione normativa. <sup>54</sup> Per cui, riprendendo le conclusioni di Giuseppe Morbidelli, essa può esprimere appieno il proprio potenziale solo se collocata in un quadro ordinamentale coerente e complementare alla legislazione democratica. <sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Dell'avviso, LEMMA, STRIPPOLI, *Il sistema delle fonti*, in *Diritto pubblico dell'economia*, *op.cit.*, p. 94. Ancora LEMMA, «*Soft law*» e *regolazione finanziaria*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, n. 11/2006, p. 609.

<sup>54</sup> Così MORBIDELLI, *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2016. L'autore si sofferma sugli effetti giuridici della *soft law*, evidenziando come strumenti flessibili possano creare obblighi senza vincoli diretti, spostando il baricentro della regolazione verso attori non statali e processi negoziali. Un fenomeno questo spesso legato al "sostituto" della legge e all'emersione di nuovi modelli di *governance*.

<sup>55</sup> Ancora MORBIDELLI, *op.ult.cit.*, secondo cui è plausibile il dubbio che gli strumenti di *soft law* (linee guida, codici di condotta, raccomandazioni), da un lato, offrono un'indubbia flessibilità ma, dall'altro, possono generare il rischio di un indebolimento della forza vincolante delle leggi e dei regolamenti, creando spazi per una regolazione meno pubblica e più "negoziale".

La dimensione digitale – o, per meglio dire, la transizione verso una finanza tecnologica (FinTech) – rispecchia in modo amplificato queste criticità strutturali, rimarcando l'assenza di forme adeguate di supervisione a fronte di processi decisionali algoritmici opachi, concentrazioni di potere informativo e di un'accresciuta interdipendenza fra piattaforme digitali e infrastrutture finanziarie.

Parallelamente, l'ampliarsi del ricorso a strumenti flessibili e a principi etici può generare incertezza applicativa, disomogeneità regolatoria e deficit democratico, specie quando tali strumenti finiscono per assumere un'incidenza sostanziale senza adeguate garanzie procedurali.<sup>56</sup> Nondimeno, la traduzione giuridica dei valori etici continua a incontrare limiti strutturali, legati alla difficoltà di misurare, con criteri uniformi, gli standard ESG e al rischio di pratiche simboliche (*green/social washing*)<sup>57</sup> o distorsive idonee a comprometterne la credibilità e l'effettività sul piano della tutela sostanziale.

In uno scenario segnato da criticità sistemiche, l'introduzione di criteri giuridicamente rilevanti per un diritto finanziario etico e sostenibile offre una chiave interpretativa idonea a ricomporre le tensioni emerse.

E' opportuno chiedersi, pertanto, se le regole finanziarie fungono da strumenti di attuazione dei valori costituzionali e sovranazionali, allora la loro *legittimità* non

---

<sup>56</sup> Così SICLARI, *Gli intermediari finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, 2011, p. 3 e ss.

<sup>57</sup> Vale la pena rammentare che la difficoltà di applicare criteri realmente uniformi, per la valutazione della sostenibilità delle attività economiche e degli strumenti finanziari, affonda le proprie radici nella marcata eterogeneità dei valori etici presenti nel contesto economico-sociale internazionale, ostacolando l'elaborazione di parametri condivisi e comparabili su scala globale. Questo ha portato ad incrementare pratiche di *greenwashing* che si ripercuotono tanto sulla fiducia dei consumatori nei confronti dei prodotti e servizi "verdi", quanto sulle scelte degli investitori orientati verso imprese realmente rispettose dell'ambiente. La letteratura straniera ha affrontato compiutamente il tema del *greenwashing*. Si citano, al riguardo, FURLOW, *Greenwashing in the new Millennium*, in *The Journal of Applied Business and Economics*, 2010, 22 ss.; VIEIRA, DE FRATTAS NETTO et al., *Concepts and forms of greenwashing: A systematic review*, in *Environmental Sciences Europe*, 32, 1, 2020, pp. 1-12, nel mettere in rilievo che le imprese, nel presentare come "ecosostenibili" attività e prodotti che invece non lo sono cercano, in modo ingannevole, di aumentare le proprie vendite sfruttando la crescente sensibilità dei consumatori sulla sostenibilità ambientale.

può essere valutata esclusivamente in termini di efficienza o stabilità dei mercati, ma misurata alla luce degli effetti concreti sui diritti fondamentali, sull'eguaglianza sostanziale e sulla coesione sociale.

La finanza cessa così di essere un mero luogo di scambio e diviene uno “spazio di responsabilità giuridica”, nel quale interessi economici, sociali ed etici sono chiamati a trovare un punto di equilibrio ai valori dell'ordinamento. Nell'incrociare una tale pluralità di interessi, la finanza si affida alla responsabilità degli intermediari e alla vigilanza delle istituzioni come Consob, Banca d'Italia, ESMA e BCE, le quali operano non solo per proteggere il mercato, ma per tutelare risparmiatori, investitori e soggetti vulnerabili.

Dunque uno spazio di responsabilità giuridica e non già ambito di razionalità economica, laddove la discrezionalità interpretativa degli operatori e i meccanismi spontanei di autoregolazione lasciano progressivamente spazio ad un rafforzamento dell'impianto normativo che, lungi dall'essere inteso quale ritorno a modelli dirigistici, riflette un insieme coordinato (standard minimi, obblighi di trasparenza, presidi di *accountability* e meccanismi tempestivi di vigilanza) idoneo a prevenire fenomeni di arbitraggio regolamentare e a garantire una tutela effettiva degli utenti più sensibili. In questo rinnovato contesto, la *soft law* opera come strumento di orientamento sostanziale entro cornici più trasparenti, partecipative e controllabili.

Occorre dunque ripensare la funzione del diritto finanziario in termini di redistribuzione delle opportunità affinché politiche di bilancio, regolazione dei mercati e flussi di capitale contribuiscano alla rimozione delle asimmetrie strutturali.

Nell'interpretazione di Mario Libertini, solo un equilibrio consapevole tra '*flessibilità*' e '*cogenza*' consente all'innovazione di divenire motore di inclusione e di redistribuzione delle opportunità, in coerenza con i valori costituzionali di eguaglianza sostanziale, solidarietà e dignità della persona.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Così LIBERTINI, *La Costituzione economica. Libertà d'impresa ed economia sociale di mercato, in Il governo dell'economia*, Torino, 2019.

In altri termini, la predisposizione di un sistema normativo *multilivello* a fondamento dell'architettura complessiva del diritto dell'economia digitale che si identifica nell'interazione tra Tassonomia e SFDR in dialogo con MiCAR, DORA e AI Act.<sup>59</sup>

E' proprio tale coordinamento a indurre Libertini a ritenere che gli interventi, considerati nel loro insieme, "giuridificano" la *sostenibilità*, elevandola a criterio informativo obbligatorio e a requisito di accesso (in senso inclusivo) ai mercati.

L'impianto regolatorio assurge così a elemento *identitario* dell'ordinamento europeo, traducendo valori in criteri giuridicamente rilevanti e conferendo al sistema normativo la capacità di operare come architrave del modello europeo di finanza etica e sostenibile. O, se si preferisce, richiamando la dottrina più accreditata, l'intero impianto non si riduce a disciplina specialistica o residuale ma si atteggia a principio regolativo generale dell'ordinamento economico, capace di ricondurre il mercato entro un orizzonte di giustizia sostanziale.<sup>60</sup>

Si può dunque addivenire alla conclusione – traendo le fila dell'analisi fin qui svolta – che la combinazione ordinata di regole formali, strumenti di *soft law*, vigilanza etica e controllo giurisdizionale costituisce il terreno di verifica della credibilità di un diritto – quale quello dell'economia – capace di coniugare prevenzione delle disuguaglianze, accesso effettivo ai beni e ai servizi essenziali e mitigazione dei rischi sistemici, confermandone la vocazione inclusiva.

---

<sup>59</sup> A proposito di Regolamento AI, la dottrina più attenta, mette in rilievo la vocazione extraeuropea delle regole del digitale in esso contenute. La *ratio* è quella di «[...] promuovere la diffusione di un modello regolatorio centrato sui diritti umani, la trasparenza e l'affidabilità dei sistemi», in modo da rappresentare non solo uno strumento di regolazione tecnica ma anche un mezzo di proiezione dei valori fondamentali dell'Unione Europea (: dignità umana, uguaglianza, rispetto dei diritti umani, etc.) nell'economia globale della tecnologia.

Così CAPPUCCIO, *Tecnologie intelligenti e tutela della persona*, op.cit., p. 71 e ss.

<sup>60</sup> Di questo orientamento, v. CAPRIGLIONE, *Regolazione e controllo finanziario nell'era digitale*, in Atti del Convegno "Regolazione e Supervisione finanziaria nell'Era Digitale" tenutosi il 19 maggio 2023 presso l'Università degli Studi di Roma Unitelma Sapienza.

A sua volta, il diritto finanziario in quanto articolazione dell'ordine economico costituzionalmente orientato – da declinare nelle sue più moderne accezioni – è chiamato a affrontare una sfida decisiva: governare la complessità dei mercati senza sacrificare la centralità della persona e la salvaguardia del bene comune, incluso l'ambiente.

Dunque, non più categoria teorica ma prospettiva teleologica<sup>61</sup> destinata a plasmare l'ordinamento economico democratico del futuro.

**Brunella Russo**

*Ordinario di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Messina*

---

<sup>61</sup> La teleologia costituzionale si pone, dunque, come “criterio di riconduzione”, nel senso espresso da Cassese, capace di evitare che la sostenibilità resti mera clausola aperta o dispositivo retorico. Propendono per questa tesi anche BILANCIA, *L'effettività della Costituzione economica nel contesto dell'integrazione sovranazionale e della globalizzazione*, in “*Il Federalista*”, Num. Spec. 5/2019, pp. 9-26; BIN, *Uguaglianza tra le persone e ragionevolezza della legge nello schema costituzionale di tutela dei diritti fondamentali un quadro evolutivo*, in *Giudice comune e Corte costituzionale*, a cura della SSM, Roma, 2025, p. 177 e ss.

**IL LENDING CROWDFUNDING:  
DEFINIZIONE NORMATIVA E SVILUPPI DEL MERCATO \***

*(Lending crowdfunding:  
legislative definition and market developments)*

**ABSTRACT:** *Il contributo analizza l'evoluzione e la disciplina del lending-based crowdfunding, evidenziandone le peculiarità rispetto ad altre forme di crowdfunding e al canale creditizio tradizionale. Muovendo dall'inquadramento dogmatico e dall'analisi della precedente esperienza regolatoria domestica, lo studio si concentra sul quadro normativo delineato dal Regolamento (UE) 2020/1503, sottolineando la proporzionalità della regolazione dei fornitori di servizi e la relativa configurazione autonoma rispetto agli intermediari bancari, nonché l'adattabilità del fenomeno a forme innovative di svolgimento dell'attività.*

*This paper analyzes the evolution and regulation of lending-based crowdfunding, highlighting its distinctive features compared to other forms of crowdfunding and traditional credit channels. Starting from a theoretical framework and an analysis of the prior national regulatory experience, the article focuses on the framework outlined by Regulation (EU) 2020/1503, emphasizing the proportionality of the regulation concerning service providers and the relevant autonomous nature with respect to banking intermediaries, as well as the phenomenon's adaptability to innovative ways of performing the activity.*

**SOMMARIO:** 1. Il crowdfunding in Italia: modelli e sviluppo - 2. L'inquadramento delle operazioni lending-based - 3. I "frammenti" nella disciplina nazionale sino al 2020 - 4. La normativa

---

\* Contributo approvato dai revisori.

sovranaZIONALE: profili generali - 5. Le ipotesi tipiche di lending-based - 6. Gli scenari aperti della fattispecie di “prestito collettivo”.

1. Nel 2024 l'ammontare totale delle operazioni effettuate tramite piattaforme di *crowdfunding*, o CF, è stato di 302,35 milioni di euro.<sup>5</sup> In particolare, il volume delle transazioni concluse nel settore del *business lending crowdfunding* non immobiliare si è attestato al valore di 24,41 milioni di euro.<sup>6</sup>

Tali dati possono apparire alquanto limitati, soprattutto se confrontati con la totalità dell'attività finanziaria in Italia. Essi, tuttavia, evidenziano l'evoluzione del fenomeno<sup>7</sup> e, specificamente, di quello *lending*;<sup>8</sup> tale tendenza, invero, deve essere letta alla luce di un'ulteriore riflessione preliminare: l'analisi sui numeri ristretti delle transazioni deve tenere in considerazione che il “terreno di elezione” di tale strumento è il finanziamento di *start up* e PMI,<sup>9</sup> il cui fabbisogno finanziario

---

<sup>5</sup> I dati che qui si espongono sono raccolti, analizzati e spiegati nel nono Report italiano sul *CrowdInvesting*, del luglio 2024, a cura degli Osservatori *Entrepreneurship Finance & Innovation*, presso il Politecnico di Milano. Il documento è consultabile al seguente *link*: <https://www.osservatoriefi.it/efi/download/9-report-italiano-sul-crowdinvesting/>.

<sup>6</sup> Cfr. nuovamente il nono Report italiano sul *CrowdInvesting*, cit., p. 8, in cui si evidenzia: «un sensibile calo del 34,2% sull'anno prima; anche in questo caso è mancato soprattutto l'apporto dei primi 6 mesi del 2024. Continua invece la crescita per i progetti nell'immobiliare che portano all'attivo nuovi prestiti nell'arco di 12 mesi per € 143,41 milioni (+20,9%). In questo caso il contributo del primo semestre 2024 è stato decisamente maggiore rispetto a quello del secondo semestre 2023. Se guardiamo alla dinamica semestrale, [si] conferma[no] le difficoltà del mercato negli ultimi tempi, con un contributo semestrale abbastanza stabile, sostenuto in particolare dal lending immobiliare, che ormai nei primi 6 mesi del 2024 rappresenta più della metà della raccolta».

<sup>7</sup> Tuttavia, come già evidenziato, in diminuzione rispetto agli anni precedenti.

<sup>8</sup> È significativo che il Piano Strategico 2023-2025 di Banca d'Italia ricomprenda, tra le azioni da implementare al fine di mantenere il sistema finanziario stabile e sicuro, anche iniziative volte a «partecipare attivamente all'evoluzione degli standard e della normativa internazionale e nazionale in ambito bancario e finanziario, con particolare riguardo al mercato secondario dei crediti, ai *covered bond*, al *crowdfunding*, al risparmio gestito». Il documento è consultabile al seguente *link*: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/piano-strategico-per-il-triennio-2023-2025>.

<sup>9</sup> Rilevano le considerazioni di CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, *Tem e problemi di diritto dell'economia*. Atti del Webinar “*La nuova regolamentazione del crowdfunding*”, 28 marzo 2023, Università degli Studi di Perugia, a cura di Troiano, p. 118 ss., il quale osserva: «nell'ultimo decennio la letteratura giuridica ha dedicato particolare attenzione al fenomeno del *crowdfunding*, quale forma di finanza alternativa alla strumentazione tradizionale utilizzata per sovvenire alle esigenze delle piccole e medie imprese che, a seguito della crisi degli anni 2007 e seguenti, hanno dovuto affrontare il problema di superare le difficoltà derivanti da una diffusa restrizione del credito bancario». *Start up* e PMI, infatti, possono incontrare difficoltà in ordine all'accesso ai capitali presso il ceto bancario, e d'altro canto, le stesse

generalmente risulta piuttosto circoscritto.

In chiave dogmatica, poi, si deve sottolineare preliminarmente che la “macrocategoria” del *crowdfunding*, nell’ambito del finanziamento delle imprese,<sup>10</sup> ricomprende fattispecie caratterizzate da diversità strutturale, oltreché funzionale,<sup>11</sup> tra cui, oltre al *lending CF*, vi sono l’*equity*<sup>12</sup> e le *debt-based securities*.<sup>13</sup>

Il primo tipo si distingue in base alla natura delle transazioni ad esso sottese, le quali si sostanziano nella compravendita di partecipazioni sociali,<sup>14</sup> scambiate sulle piattaforme a fronte del pagamento del prezzo attribuito alle medesime.<sup>15</sup> Ne deriva

---

spesso non necessitano di capitali di elevata entità: così, il *lending crowdfunding* può rappresentare un’utile forma di sostentamento dei *business*.

<sup>10</sup> Il presente lavoro non è diretto a investigare altre forme di CF, in quanto la normativa euro-unionale non prende in considerazione altri soggetti finanziabili. Cfr. l’art. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020, su cui v. *infra* i §§ 4 e 5.

<sup>11</sup> Sulle differenti tipologie cfr. PIRANI, *Lending marketplace e investing marketplace: due semirette convergenti?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 3, p. 323 ss. Sulla difficile distinzione tra *lending* e *debt-based crowdfunding*, v., in un’epoca precedente all’introduzione della normativa euro-unionale, MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 e ss.

<sup>12</sup> La letteratura sul tema è assai ampia. In argomento, si vedano *ex multis* CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata “aperta”*, in *Giur.it*, 2021, p. 2006 e ss.; VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione e mercati regolamentati*, in AA.VV., *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di MONTALENTI e NOTARI, 2020, p. 131 e ss.; CERRATO, *La parabola di start-up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di IRRERA, p. 39 e ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371 e ss.; FREGONARA, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, in *Giur.it*, 2021, p. 2012 e ss.; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2014, p. 699 e ss.; POLICARO, *Equity crowdfunding e s.r.l. aperte. Un cambio di paradigma nel nostro ordinamento*, in *Il diritto dell’economia*, 2019, p. 243 e ss.; *ivi*, MOZZARELLI, *L’equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, I, 2019, p. 650 e ss.; PINTO, *L’equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*, in *Soc.*, 2013, p. 819 e ss.

<sup>13</sup> Su cui v. PEDERZINI e DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati di capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 272 e ss.; ORTOLANI e LOUISSE, *Introduction: keep calm and continue crowdfunding*, in AA.VV. *The EU Crowdfunding Regulation*, a cura di Ortolani e Louise, Oxford, 2021, p. 5 e ss.

<sup>14</sup> Si noti che oggi l’offerta include strumenti finanziari e partecipazioni sociali di tutte le società. Cfr. *infra* la nt. 27.

<sup>15</sup> Nell’*equity crowdfunding* gli investitori «supportando la realizzazione del disegno industriale condividono il rischio d’impresa degli enti finanziati» (così CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, cit., p. 125), e diventano «“stakeholder di massa” delle entità destinatarie dell’apporto monetario» (così TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 525).

un rapporto di natura societaria, che si fonda sull'assunzione del rischio d'impresa e sull'aspettativa di ritorni economici derivanti dalla distribuzione degli utili generati dall'entità finanziata. Il secondo, invece, mantiene alcune analogie con il tipo *lending-based*, in virtù del conseguente indebitamento del soggetto-finanziato nei confronti dei soggetti-finanziatori, i quali nel caso di specie risultano sottoscrittori di obbligazioni o titoli di debito. Cosicché, in tale seconda evenienza, lo schema causale dell'operazione determina l'instaurarsi di una relazione creditoria tra titolare del progetto e utente.

Da quanto sino a qui argomentato, parrebbe potersi riconoscere un'unitarietà, funzionale più che giuridica, delle operazioni di *crowdfunding*, il cui risultato, perseguito per il tramite di tecniche tra loro distinte, è in ogni caso rappresentato dall'attrazione di capitali (anche minimi) verso i progetti pubblicati sulle piattaforme. Aspetto, questo, che genera conseguenze anche in ordine al profilo della materiale esecuzione delle transazioni sui portali. Sul punto, infatti, merita sin d'ora porre in luce il potenziale ruolo abilitante che elementi innovativi, quali *smart contract* e *blockchain*, possono rivestire nell'operatività di tutte le piattaforme di *crowdfunding*: questi, agendo non tanto (e non solo) in conformità ad uno schema predefinito di funzionamento che vede gradualmente aumentare il proprio carattere intrinsecamente tecnologico, ma assumendo per contro un'importanza sistematica, possono integrare ipotesi di funzionalizzazione delle strutture alla materia *de qua*. Ed infatti, la programmabilità<sup>16</sup> delle obbligazioni potrebbe permettere di strutturare sistemi di adempimento o di esecuzione di prestazioni sulla base di clausole "*if...this; then...that*",<sup>17</sup> tipiche degli *smart contracts*, anche nel contesto della somministrazione di risorse economiche a sostegno dei progetti pubblicati dai *providers*. Da altro angolo visuale, poi, la registrazione – sicura e immutabile – delle

---

<sup>16</sup> Cfr. BEVIVINO, *Smart contracts e "assestamenti" della disciplina generale del contratto*, in *Contr. e impr.*, 2024, p. 376 e ss.

<sup>17</sup> Su cui v. BIVONA, *Smart contracts e "interferenze" con la disciplina sui contratti: il sistema dei rimedi alla prova degli algoritmi*, in *Persona e mercato*, 2021, p. 776 e ss.

transazioni sui registri distribuiti potrebbe incrementare la tracciabilità dei flussi finanziari, assicurando con un maggior grado di certezza la trasparenza delle operazioni condotte sulle piattaforme di *crowdfunding*, attraverso strumenti di *blockchain*.

L'utilizzo di meccanismi sempre più innovativi, peraltro, potrebbe consentire agli stessi operatori del mercato una maggior aderenza al dato regolatorio e un miglior adattamento al ruolo che l'attuale assetto legislativo richiede al CSP in tema di verifica e vaglio *ex ante* degli investimenti operati sulle piattaforme. Tali aspetti contribuiscono a restituire un quadro del "sistema" complesso e articolato, in cui la normazione del fenomeno si sovrappone alle concrete modalità di esecuzione delle operazioni. Per tale motivo, risulta di interesse inquadrare la fattispecie c.d. *lending-based*, con il fine di poterne vagliare gli elementi differenziali e le concrete possibilità di sviluppo nell'attuale mercato finanziario.

2. Chiarite, seppur sinteticamente, le specifiche afferenti alle altre modalità di *business CF*, risulta necessario concentrare l'attenzione sul significato del termine *lending-based crowdfunding*.<sup>18</sup> Tenendo a mente le distinzioni effettuate in premessa relative alle differenti fattispecie tipizzate di *crowdfunding*, occorre infatti interrogarsi sulla definizione giuridica dell'operazione di prestito collettivo (e quindi sulla determinazione dell'attività di *lending-based CF*) e sui contorni della disciplina. In tale ambito, la contrattazione che si svolge sui portali dedicati si traduce nella creazione, tra il soggetto finanziato e l'investitore, di un rapporto di natura obbligatoria, fondato sull'impegno del primo alla restituzione delle somme ricevute, maggiorate di eventuali interessi pattuiti.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Anticipando quanto si dirà in merito alla normativa unionale in tema di disciplina applicabile ai servizi di *crowdfunding*, cfr. il Considerando n. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020, secondo cui il CF «si sta affermando sempre più come forma di finanza alternativa per le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI), che riguarda solitamente investimenti modesti».

<sup>19</sup> Cfr. la definizione fornita da Banca d'Italia nell'*Indagine fintech nel sistema finanziario italiano* del 2021, secondo cui nel modello *lending-based* «una pluralità di soggetti può richiedere a una

L'espressione *lending-based crowdfunding* sta, dunque, a identificare una tecnica di sostentamento economico alternativa rispetto ai canali bancari tradizionali, nella quale singoli utenti investono denaro a favore dei cc.dd. *project owners*, soggetti – persone fisiche o giuridiche – che necessitano di risorse economiche per la realizzazione di specifiche iniziative, il cui reperimento avviene mediante l'impiego di piattaforme digitali dedicate.

Pertanto, lo strumento parrebbe assimilabile a un mezzo per la conclusione di contratti comparabili al mutuo,<sup>20</sup> disciplinato agli artt. 1813 c.c. e ss. In sostanza, l'intermediazione svolgerebbe la funzione tipica di conciliare domanda e offerta, senza che questo comporti in capo ai gestori esborsi o l'assunzione di obblighi restitutori nei confronti del soggetto finanziato,<sup>21</sup> né di garanzie circa la redditività dell'investimento.

Ed infatti, nel caso di reperimento di fondi tramite portali *on-line*, i prestatori *consegnano* alla società finanziata *una determinata quantità di denaro* e la società *si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie*. Così, il contratto concluso tra titolare del progetto e investitore, ancorché *"intriso"* di un carattere innovativo dovuto essenzialmente alla piattaforma impiegata per darvi corso, troverebbe la propria disciplina all'interno del codice civile.<sup>22</sup> Da tali considerazioni, poi, emerge un dato rilevante con riguardo ai profili di responsabilità delle piattaforme: i gestori,

---

pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme online, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto».

<sup>20</sup> MATTASSOGLIO, *Il ruolo assunto dal servizio di valutazione del mercato creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech*, 5, a cura di SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO e PANISI, *Quaderni Consob*, Milano, 2019, p. 108. L'Autrice rileva come la tipologia contrattuale degli accordi conclusi tra gli utenti della piattaforma e i titolari di progetti rimanga la stessa sia nel caso di contraenti qualificabili come consumatori sia che si tratti di imprenditori. Si afferma, infatti: «per quanto riguarda la tipologia di finanziamenti proposti, vi è sostanziale omogeneità fra le piattaforme *consumer lending* e *business lending*, poiché, in entrambi i casi, le piattaforme consentono di stipulare unicamente contratti di mutuo. Questa scelta deriva dal fatto che, nell'ordinamento italiano, il mutuo è l'unico contratto di finanziamento non qualificato dal Codice civile come contratto bancario».

<sup>21</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, cit., p. 124.

<sup>22</sup> BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 357, Banca d'Italia, 2017, p. 7.

benché si trovino nella condizione di dover valutare la meritevolezza delle offerte pubblicizzate e, quindi, dell'investimento, non sono tuttavia coinvolti nell'operazione finanziaria. In altri termini, il rapporto tra i *crowdfunding service providers* (CSPs) e i clienti mantiene una propria individualità rispetto a quello che si instaura tra gli utenti e i *project owners*: ragion per cui «non sembra possibile argomentare dall'unitarietà economica dell'operazione una *reductio ad unitatem* della stessa sul piano giuridico».<sup>23</sup>

Ed infatti, in ordine alla qualificazione dell'attività svolta dai gestori,<sup>24</sup> l'operazione *lending-based* non rappresenta una fattispecie di disintermediazione<sup>25</sup> nella contrazione di «prestiti», ma un'attività che, per quanto si svolga con l'utilizzo di processi e tecnologie innovativi,<sup>26</sup> è da considerarsi come un ulteriore “sotto-tipo” delle operazioni di facilitazione,<sup>27</sup> da inquadrarsi – come sostenuto da autorevole dottrina –<sup>28</sup> nell'attività di mediazione tipica ex art. 1754 c.c.

---

<sup>23</sup> CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, p. 127.

<sup>24</sup> Si veda l'Opinione EBA del 26 febbraio 2015 secondo cui «il *crowdfunding* consiste nella richiesta al pubblico di finanziamenti, tipicamente per mezzo di una piattaforma *on-line*, da parte di soggetti che necessitano fondi per sviluppare progetti o per scopi personali. La piattaforma *on-line* facilita l'incontro tra i soggetti che richiedono fondi (tipicamente individui, imprese, associazioni senza scopo di lucro) e coloro che sono disposti a finanziare i progetti».

<sup>25</sup> Profili su cui si sofferma LEMMA, *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 61 e ss.

<sup>26</sup> Cfr. in proposito il Considerando n. 10 del Regolamento (UE) 2020/1503, secondo cui: «la prestazione di servizi di *crowdfunding* mira a facilitare il finanziamento di un progetto raccogliendo capitali da un gran numero di persone ciascuna delle quali contribuisce con importi di investimento relativamente modesti tramite una piattaforma di informazione collocata su internet e accessibile al pubblico. I servizi di *crowdfunding* sono pertanto aperti a un gruppo illimitato di investitori che ricevono proposte di investimento contemporaneamente e comportano la raccolta di fondi principalmente da persone fisiche, compresi gli individui che non hanno un alto patrimonio netto». PANISI e SCIARRONE ALIBRANDI, *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., p. 48 e ss.

<sup>27</sup> Si v. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit., p. 65, per interessanti riflessioni sulla disciplina interna del fenomeno nonché per utili spunti comparatistici. In particolare, come già anticipato *supra*, il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, ha recepito la nozione di servizi di *crowdfunding*, all'art. 1, comma 5-*novies*, rinviando esplicitamente alla definizione fornita dall'art. 2, par. 1, lett. a), del Regolamento (UE) 2020/1503, secondo cui i servizi di *crowdfunding* sono servizi di intermediazione.

<sup>28</sup> CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, cit., p. 140, il quale anzi chiarisce che l'attività dei gestori non può essere quella tipica dell'intermediazione finanziaria, in quanto carente di «uno specifico apporto decisionale del gestore».

Essa, invero, integra le caratteristiche di un servizio rivolto, in generale, all'agevolazione dell'incontro tra le esigenze di finanziamento delle imprese e l'investimento dell'utente.<sup>29</sup> E, al contempo, si inserisce in un contesto automatizzato in virtù della predisposizione di condizioni tecnico-giuridiche ed economiche tese alla finalizzazione dell'operazione. In tale prospettiva, il *crowdfunding* realizzerebbe un servizio ausiliario al mercato, dotato di autonomia semantica e funzionale, distinto dall'esercizio del credito, ed anzi configurante una variante tecnologicamente avanzata della mediazione. Caratteristica, questa, che determina – anche in relazione alle scelte di *policy* del Legislatore euro-unionale – una regolazione dei doveri, dei poteri e delle responsabilità in parte non sovrapponibile tanto al mediatore ordinario, quanto all'attività bancaria.

3. Il *lending crowdfunding* è stato oggetto, a partire dal 2016, di un (seppur scarno) indirizzo prudenziale, dapprima sotto forma di indicazioni da parte della Banca d'Italia. Con la delibera n. 584 del 2016, l'Autorità bancaria aveva avanzato una proposta di definizione: si trattava, secondo la prospettiva (para)regolamentare, di «uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme *on-line*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto».<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Su cui si veda anche il Considerando n. 2 del Regolamento (UE) 2020/1503 che chiarisce come l'operazione di CF coinvolga tre soggetti: il titolare di progetti che propone il progetto da finanziare, gli investitori che finanziano il progetto proposto e l'organizzazione di intermediazione nella forma di un fornitore di servizi di *crowdfunding* che fa incontrare i titolari di progetti e gli investitori su una piattaforma *online*. È lo stesso legislatore europeo, dunque, ad includere l'attività dei gestori delle piattaforme nelle attività intermediarie.

<sup>30</sup> La delibera chiarisce inoltre che l'operatività dei gestori dei portali *on-line* che svolgono attività di *social lending*, e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali, ovvero i “finanziatori” e i “prenditori”, è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti, quali l'attività bancaria, la raccolta del risparmio presso il pubblico, la concessione di credito nei confronti del pubblico, la mediazione creditizia e la prestazione dei servizi di pagamento. Sul punto è intervenuto, con specifico riferimento al *peer-to-peer lending*, il legislatore con alcune norme in ambito fiscale (art. 1, commi 43 e 44, l. 27 dicembre 2017, n. 205) e di operatività del Fondo di garanzia per le PMI (d.l. 30 aprile 2019, n. 34, in particolare l'art. 18, comma 3). Si noti poi che con l'entrata in vigore del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 e i chiarimenti contenuti nel Provvedimento di Banca d'Italia del 20 giugno 2012, i *providers*, seppur

La medesima Autorità aveva altresì individuato criteri di esenzione dalla disciplina sulla raccolta del risparmio, applicabili – per quanto di competenza – ai gestori e ai prenditori. In particolare, per i primi l'esenzione dalle materie coperte da riserva bancaria poteva verificarsi nel caso di «ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del t.u.b. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, comma 4, del t.u.b.» ovvero di «ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati».

Ai prenditori, invece, era consentito svolgere determinate operazioni, senza violare la suddetta riserva. Sul punto, infatti, le *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche* avevano previsto la possibilità di acquisire fondi o «sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori»<sup>31</sup> oppure «presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale».

Nell'ordinamento domestico, dunque, la fornitura di servizi *lending-based* poteva essere effettuata soltanto da entità che avessero previamente ottenuto una specifica autorizzazione, subordinata alle condizioni dettate dall'Autorità di vigilanza.<sup>32</sup> Sul punto, occorre rilevare la circostanza che, sebbene lo sforzo

---

nell'ambito delle attività di *social lending*, erano stati inizialmente inquadrati quali istituti di pagamento.

<sup>31</sup> La Banca d'Italia specificava: «al riguardo, avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di social lending, le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un'adeguata informativa pubblica».

<sup>32</sup> Cfr. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit., p. 65 e ss.

prudenziale avesse permesso un preliminare inquadramento del modello di *business*, la ricostruzione restava in ogni caso incompleta: la disciplina, infatti, risultava parziale in un'ottica tanto di organicità regolatoria,<sup>33</sup> quanto di eccessiva assimilazione del *crowdfunding* all'attività bancaria.<sup>34</sup>

Con riferimento al primo aspetto, i limitati riferimenti presenti nell'ordinamento interno apparivano non pienamente idonei a regolare un fenomeno in progressiva diffusione e destinato a coinvolgere una platea di soggetti sempre più ampia ed esposta a rischi significativamente differenti. D'altra parte, il ricorso a una regolazione "plasmata" sull'attività creditizia si è nel tempo rivelato problematico, in particolare alla luce delle difformità strutturali tra le due attività e le specifiche forme di tutela sottese alle stesse.<sup>35</sup> Le logiche di protezione sottese alle discipline risultano, infatti, divergenti: nella prima, la tutela si incentra sulla solvibilità dell'ente, sulla correlata stabilità del sistema e, inoltre, sulla salvaguardia degli interessi dei correntisti; nel *lending crowdfunding*, come si avrà modo di riscontrare, la tutela degli interessi inerenti all'attività si colloca su un piano differente, imperniato sulla trasparenza informativa e sulla corretta rappresentazione dei rischi degli investimenti. Di qui, pertanto, la necessità di individuare tecniche di regolazione adeguate alle singole attività che, come rilevato, risultano caratterizzate da una

---

<sup>33</sup> Deve infatti riconoscersi che il *lending model* ha trovato diverse applicazioni pratiche dell'intermediazione dei *providers*, in cui l'intensità della stessa muta al variare del modello adottato e si presta a modulazioni della relativa attività: trattasi, infatti, di intermediazione forte nel caso del *balance sheet model* e del *guaranteed return model*; mentre, la stessa scema quando sono utilizzati modelli quali i cc.dd. *notary* e *client segregated account*. Sul punto v. BORELLO, *Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionali*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., pp. 40-47.

<sup>34</sup> PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca, impresa e società*, 2022, p. 38 e ss.

<sup>35</sup> MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, p. 76, ove si osservava – sotto il vigore della disciplina all'epoca vigente – che un «tale approccio nei confronti del lending-based crowdfunding solleva, però, alcune perplessità in quanto ricondurre de plano tale fenomeno nell'ambito della disciplina bancaria, esigendo il rispetto dei medesimi requisiti prudenziali richiesti alle banche, non solo mortifica gli obiettivi dell'innovazione e dell'inclusione finanziaria ma non è neppure necessario al fine di tutelare risparmio e stabilità del sistema come risulta chiaro adottando una prospettiva economico-funzionale. Si è visto che le piattaforme, al contrario delle banche, non assumono il rischio di trasformazione delle scadenze o di inadempimento dei riceventi, per cui applicare una disciplina mirante a gestire tali rischi costituirebbe una risposta eccessiva».

distinta identità giuridica e operativa.

4. Soltanto con l'avvento del già ricordato Regolamento (UE) 2020/1503, e del conseguente d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, la fattispecie *crowdlending* è stata disciplinata nel suo complesso,<sup>36</sup> seppur per il tramite del formante unionale,<sup>37</sup> caratterizzato, da un lato, dall'applicabilità – peraltro anche ad altri<sup>38</sup> servizi – di principi di organizzazione e di condotta e, dall'altro, dalla differenziazione dei principi medesimi nell'ambito delle disposizioni che si intersecano con le concrete modalità di svolgimento delle singole varianti.<sup>39</sup> Quanto precede, anche nell'ottica di rendere la “componente” giuridica del fenomeno aderente alla materiale esecuzione dell'attività di raccolta collettiva di fondi che, proprio nella prospettiva unionale, vede la ragione delle eccezioni via via previste dalla normativa generale nel relativo sezionamento<sup>40</sup> e nel principio di proporzionalità.<sup>41</sup>

Tali concetti influenzano in modo determinante anche l'organizzazione

---

<sup>36</sup> Salva l'applicabilità del regime transitorio, sino al 10 novembre 2023, di cui all'art. 48 del Regolamento europeo, come prorogato dall'art. 1, par. 1, del Regolamento delegato della Commissione (UE) 2022/1988 del 12 luglio 2022.

<sup>37</sup> Si noti inoltre che il 2 marzo 2023 la Consob ha avviato una consultazione al mercato per l'adozione di un Regolamento attuativo delle disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503. Lo schema di Regolamento Consob è disponibile al *link*: [https://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset\\_publisher/hZ774IBO5XPe/content/regolamento-consob-in-materia-di-servizi-di-crowdfunding-2-marzo-2023/10194](https://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset_publisher/hZ774IBO5XPe/content/regolamento-consob-in-materia-di-servizi-di-crowdfunding-2-marzo-2023/10194). Il Regolamento Consob è stato successivamente adottato con la delibera n. 22720 (*Regolamento Consob in materia di servizi di crowdfunding in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese e degli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del TUF*).

<sup>38</sup> Ci si riferisce alle fattispecie *equity* e *debt-based securities*, la cui negoziazione avviene in conformità al medesimo Regolamento, cui dunque tutti i *providers* operanti nell'ambito di applicazione del medesimo devono conformarsi.

<sup>39</sup> Su cui v. *infra* il §5.

<sup>40</sup> Ciò, anche nell'ottica di agevolare la circolazione del modello euro-unionale di *crowdinvesting*. Si v. il Considerando n. 30, secondo cui «è necessario pertanto fissare requisiti uniformi, proporzionati e direttamente applicabili in materia di autorizzazione dei fornitori di servizi di crowdfunding. La fissazione di requisiti relativi ai servizi di crowdfunding dovrebbe agevolarne la prestazione a livello transfrontaliero, ridurre i rischi operativi, e garantire un elevato livello di trasparenza e di tutela degli investitori».

<sup>41</sup> Circa la declinazione *lending-based*, si pensi alle ipotesi di intermediazione in senso stretto o di gestione di *loan portfolio*, che a loro volta richiedono l'istituzione di presidi differenti da parte dei gestori. Sul punto v. *infra* il §5.

interna dei fornitori dei servizi, chiamati ad assicurare garanzie di trasparenza e affidabilità dei *borrowers*, nell'ottica di raggiungere un equilibrio tra la sempre crescente consapevolezza circa l'importanza della correttezza delle informazioni fornite ai *lenders* e la necessità di consentire che le istanze di controllo dell'attività non pregiudichino il positivo esperimento delle transazioni.

In merito al "dato" pratico, inoltre, l'intermediazione<sup>42</sup> può essere svolta – nel comparto *lending* – secondo modalità differenti, che a loro volta comportano l'insorgere di doveri e responsabilità per i gestori delle piattaforme.

Il già richiamato Regolamento specifica che la normativa trova applicazione nel caso di attività basata sull'agevolazione della concessione di «prestiti» caratterizzati dall'«obbligo incondizionato di rimborsare un importo concordato di denaro all'investitore»;<sup>43</sup> con ciò si chiarisce altresì il differente ruolo esercitato dai gestori di portali di CF rispetto agli enti creditizi.<sup>44</sup> Come conseguenza, e in coerenza

---

<sup>42</sup> Per un'attenta ricostruzione delle ragioni che inducono a ritenere che le piattaforme svolgano attività di intermediazione, cfr. MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., p. 28.

<sup>43</sup> Si veda il Considerando 11 del Regolamento (UE) 2020/1503: «per quanto riguarda il *crowdfunding* basato sul prestito, il presente regolamento dovrebbe applicarsi ai servizi di *crowdfunding* che consistono nell'agevolazione della concessione di prestiti, che comprende servizi quali la presentazione di offerte di *crowdfunding* ai clienti e la determinazione del prezzo o la valutazione del rischio di credito dei progetti di *crowdfunding* o dei titolari di progetti. La definizione di servizi di *crowdfunding* dovrebbe adattarsi ai diversi modelli d'impresa che consentono di concludere un accordo di prestito tra uno o più investitori e uno o più titolari di progetti tramite una piattaforma di *crowdfunding*. I prestiti inclusi nell'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbero essere prestiti con l'obbligo incondizionato di rimborsare un importo concordato di denaro all'investitore, per cui le piattaforme di *crowdfunding* basato sul prestito facilitano semplicemente la conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito senza che il fornitore di servizi di *crowdfunding* agisca in alcun momento come creditore del titolare di progetti. L'agevolazione della concessione di prestiti che rientra nell'ambito di applicazione del presente regolamento deve essere distinta dall'attività di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico». Con ciò la disciplina non contempla le ipotesi di intermediazione dei cc.dd. *subordinated loans*, in uso nel sistema tedesco che, dunque, dovrebbero continuare ad essere disciplinate sulla base della normativa nazionale. Cfr. WENZLAFF e ODOROVIC', *The crowdfunding regulation in Germany - on the path to self-isolation?*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, a cura di Macchiavello, Cheltenham - Northampton, 2022, p. 673 e ss., i quali evidenziano la rilevanza di tali modelli in Germania e la conseguente mancata affermazione della normativa euro-unionale.

<sup>44</sup> LEMMA, *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività*, cit., p. 75 e ss.

con la distinzione cui si è fatto cenno, i CSP non sono autorizzati infatti ad agire come creditori<sup>45</sup> del titolare di progetti. D'altronde, l'attività – secondo la posizione assunta dal legislatore europeo – è connaturata al *business* bancario, in cui l'ente «concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili al pubblico».<sup>46</sup>

La disciplina europea, come detto applicabile ad alcune forme di CF utilizzabili nel finanziamento delle imprese,<sup>47</sup> sancisce gli adempimenti richiesti ai CSP per l'esercizio dell'attività, tra cui precisi obblighi in tema, *inter alia*, di organizzazione interna e di trasparenza nei confronti degli utenti, oltre ad alcune specifiche disposizioni circa i doveri dei gestori dei portali, essenzialmente dirette alla tutela degli investitori,<sup>48</sup> nonché ad agevolare<sup>49</sup> lo sviluppo del settore.<sup>50</sup> Con riferimento a

---

<sup>45</sup> I modelli di compartecipazione, in uso nel nostro sistema, potrebbero tuttavia essere implementati attraverso l'autorizzazione *ex art.* 106 t.u.b., approfittando dunque di un quadro di disciplina parallelo rispetto a quello euro-unionale. Così MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di crowdfunding operanti in Italia e questioni ancora aperte*, in *Riv. dir. banc.*, gennaio-marzo 2024, p. 156, nonché a p. 205, ove si nota che anche modelli *success fee based* sarebbero esclusi dal Regolamento europeo.

<sup>46</sup> Cfr. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, cit., p. 38 e ss.

<sup>47</sup> MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the "level playing field"*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 44 e ss.

<sup>48</sup> Tant'è che il Capo IV del Regolamento (UE) 2020/1503, rubricato "Tutela degli investitori" ha disciplinato doveri specifici in capo ai gestori dei servizi di *crowdfunding*, al fine di massimizzare la protezione dei contraenti deboli. Inoltre, la tutela di tale categoria è presa in considerazione ai Consideranda nn. 7, 16, 18, 28, 30, 42, 45, 47, 48, 49, 70 e 74; sintomo che tra le finalità primarie della normativa in questione rientra anche la necessità di offrire un grado di salvaguardia particolarmente elevato agli investitori, specialmente quelli tra loro che siano qualificabili come "non sofisticati", ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2, par. 1, lett. k).

<sup>49</sup> I vantaggi del *crowdfunding* sono stati evidenziati dagli Autori e dalle Autrici che per primi hanno approfondito, dal punto di vista giuridico, lo studio del fenomeno. Su tutti, si vedano PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; FREGONARA, *Start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013; CAGNASSO, *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2017, p. 1417 e ss.

<sup>50</sup> Cfr. RAN, RAU e ZIEGLER, *Sometimes, Always, Never: Regulatory Clarity and the Development of Digital Financing*. Il testo è disponibile al seguente *link*: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?aabstract\\_id=3797886](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?aabstract_id=3797886). Il livello di dettaglio della regolamentazione individua – secondo gli Autori – i limiti di ciò che è consentito e di ciò che non lo è. Nello scritto si dimostra che l'entrata in vigore della normativa di settore sembra tutelare lo sviluppo del CF nazionale in un campione globale di piattaforme di finanza digitale. Pertanto, si argomenta, in modo condivisibile, che sussiste una relazione positiva significativa tra la chiarezza normativa e lo sviluppo del fenomeno del *crowdfunding*.

tale ultimo rilievo, è indubbio, infatti, che “ingabbiare” il fenomeno in maglie eccessivamente rigide e in una costante “corsa contro il tempo” dei regolatori, interessati a soddisfare le urgenze momentanee o le esigenze di sviluppo del mercato,<sup>51</sup> anziché mirare a strutturare una disciplina generalizzata (e, auspicabilmente, adattabile a tutti i tipi di *crowdfunding*) a beneficio degli operatori, non possa costituire un efficace e utile strumento di tutela o di sviluppo del sistema.<sup>52</sup>

Al contempo, «la creazione di un ecosistema di servizi finanziari *open source*, *permissionless*, disponibile a tutti ed operante senza nessuna attività centrale, genera giustificati timori in ordine all'introduzione (*rectius*: esistenza) di adeguati presidi a salvaguardia degli utenti»<sup>53</sup> e di integrità del mercato.<sup>54</sup>

L'equilibrio tra le tensioni privatistiche e le esigenze pubblicistiche parrebbe dunque essere alla base della scelta delle istituzioni dell'Unione di (i) monitorare<sup>55</sup> in

---

<sup>51</sup> Le cause della frammentarietà dell'apparato normativo interno, in relazione all'*equity crowdfunding*, consistente in alcune disposizioni legislative, di carattere incentivante, da un lato, e definitorio, dall'altro, sono riprese da POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding: un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 67 e ss.

<sup>52</sup> Anche il Regolamento (UE) 2020/1503 enuncia quelli che sono gli indubbi benefici di questa tecnica di finanziamento: la possibilità di permettere alle PMI l'accesso al credito non bancario e alle istituzioni di «completare l'Unione dei mercati dei capitali» (Considerando n. 3). Inoltre, con una formula vagamente criptica, si afferma che «il *crowdfunding* è in grado di offrire alle imprese altri vantaggi. Può rappresentare una validazione per un'idea imprenditoriale, permettere agli imprenditori di entrare in contatto con un gran numero di persone che forniscono elementi e informazioni ed essere uno strumento di *marketing*» (Considerando n. 4).

<sup>53</sup> Così CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, cit., p. 122. Si veda la definizione di «piattaforma di *crowdfunding*» offerta dal Regolamento (UE) 2020/1503, all'art. 2, par. 1, lett. d). Si tratta di «un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*».

<sup>54</sup> All'art. 4 del Regolamento (UE) 2020/1503, tra i doveri degli organi gestori dei fornitori figura anche quello «di definire e sorvegliare l'applicazione di politiche e procedure adeguate che garantiscano una gestione efficace e prudente, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse, *in modo tale da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei propri clienti*» (enfasi aggiunta).

<sup>55</sup> Si veda la comunicazione della Commissione europea COM (2015) 468, del 30 settembre 2015, contenente il Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali, ove si osservava, a p. 8 che «attualmente non esiste un quadro dell'UE che disciplini nello specifico il crowdfunding basato sul prestito. L'UE dovrebbe trovare il giusto equilibrio tra gli obiettivi di protezione degli investitori e di espansione costante del crowdfunding. Una regolamentazione prematura rischierebbe di ostacolare questo canale di finanziamento innovativo e in rapida crescita, invece di favorirne la crescita». Il testo è reperibile al seguente *link*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

prima battuta il *business crowdfunding*, così da non pregiudicarne lo sviluppo, e, soltanto in un momento successivo, (ii) introdurre forme di regolazione del fenomeno in grado, tra l'altro, di favorirne la crescita,<sup>56</sup> nonché di restringere gli spazi di operatività di *shadow banking system*.<sup>57</sup> Per tale motivo, la Commissione europea, nell'*Action Plan* per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali del 2015, aveva previsto una valutazione dei vari regimi nazionali e delle *best practices*, nonché consultazioni con le parti interessate, prima di redigere eventuali proposte legislative.<sup>58</sup>

In questa prospettiva, e sulla base delle attività di *assessment*<sup>59</sup> preliminarmente svolte dalla Commissione europea,<sup>60</sup> si muovono il già richiamato Regolamento (UE) 2020/1503, la Direttiva (UE) 2020/1504, introdotta essenzialmente per evitare sovrapposizioni tra la disciplina inerente al *crowdfunding* e le norme contenute nella Direttiva MiFID II, nonché gli atti delegati emanati dalla Commissione,<sup>61</sup> i quali – risultando ad essi collegati – sono funzionali alla concreta

---

<sup>56</sup> *Ibid.*

<sup>57</sup> Definito dalla risoluzione del Parlamento europeo del 20 novembre 2012, come «*a system of intermediaries, instruments, entities or financial contracts generating a combination of bank-like functions but outside the regulatory perimeter or under a regulatory regime which is either light or addresses issues other than systemic risks, and without guaranteed access to central bank liquidity facility or public sector credit guarantees*». Sul punto v. LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, Londra, 2016.

<sup>58</sup> V. l'impegno della Commissione europea di cui al citato *Action Plan* del 2015, a p. 8: «La Commissione valuterà i regimi nazionali e le migliori pratiche e monitorerà l'evoluzione del settore del crowdfunding. Sulla base di questa valutazione, la Commissione deciderà sugli strumenti migliori per consentire lo sviluppo di questo nuovo canale di finanziamento in tutta l'Unione».

<sup>59</sup> Condotto sulla base del Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali del 2015, come previsto a p. 8.

<sup>60</sup> *Ibid.*

<sup>61</sup> Tra cui si vedano il Regolamento Delegato (UE) 2022/2111, sugli obblighi in materia di conflitti di interesse a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2112, riguardante le norme tecniche di regolamentazione che specificano i requisiti e le modalità per la domanda di autorizzazione, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2113, sullo scambio di informazioni tra Autorità competenti concernenti l'attività di indagine e vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding*, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2114, riguardante il test d'ingresso di verifica delle conoscenze e la simulazione della capacità di sostenere perdite per i potenziali investitori non sofisticati in progetti di *crowdfunding*, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2115, sul metodo di calcolo dei tassi di *default* dei prestiti offerti su una piattaforma di *crowdfunding*, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2116, sulle misure e le procedure del piano di continuità operativa dei fornitori

attuazione della normativa.<sup>62</sup>

5. L'attuale statuto regolatorio afferente alla fattispecie del *lending crowdfunding* è in misura pressoché totalitaria modellato sulla base del diritto unionale.<sup>63</sup> Il Legislatore sovranazionale è infatti intervenuto a definire la relativa fattispecie e le concrete modalità di esercizio dell'attività. In particolare, sono state disciplinate due distinte ipotesi, rinvenibili nella (i) facilitazione della contrazione di «prestiti», e nei più complessi (ii) servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti, disciplinati all'art. 2, par. 1, lett. a).

In relazione alla prima categoria, il testo normativo ha dettagliatamente specificato l'attività di facilitazione della contrazione di «prestiti». Un fenomeno, quest'ultimo, attraverso cui un investitore mette a disposizione del titolare di un progetto una somma di denaro e questi si impegna a rimborsare, in un periodo di

---

di servizi di *crowdfunding*, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2117, riguardante i requisiti, i formati *standard* e le procedure per il trattamento dei reclami, il Regolamento Delegato (UE) 2022/2118, sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*, volto a specificare gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi e il Regolamento Delegato (UE) 2022/2119, sulla scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento. In argomento, poi, con riferimento alla possibilità, sancita dal Regolamento (UE) 2020/1503, di emanare atti delegati, si veda RIGANTI, *The delegation of powers to the European Commission within the crowdfunding legal framework*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 474 e ss.

<sup>62</sup> IVANOVA, *The scope of the Crowdfunding Regulation and the impact of Brexit*, in AA.VV., *The EU Crowdfunding Regulation*, cit., p. 49 e ss.; BRAND, *The new European crowdfunding regulation: facilitating cross-border services*, in *Journal of Investment Compliance*, 2021, 3, p. 248 e ss.

<sup>63</sup> Quanto alla disciplina di attuazione, con l'introduzione del Regolamento *crowdfunding* anche le istanze legislative e prudenziali sono state assoggettate a una rivisitazione complessiva. In particolare, il precedente art. 50 *quinquies* t.u.f. – che regolava l'attività dei portali – risulta oggi abrogato; la disciplina interna è infatti contenuta nel t.u.f. agli artt. 1, comma 5-*novies*, relativo alla definizione dei servizi di *crowdfunding*, esplicitata invero *per relationem*, tramite il richiamo all'art. 2, par. 1, lett. a) del Regolamento europeo, 4-*sexies*.1, circa l'individuazione delle autorità nazionali competenti sulla regolamentazione interna, 100 *ter*, sulle offerte di *crowdfunding*, e 190 *quater*, concernente le sanzioni amministrative da comminarsi qualora siano riscontrate violazioni della disciplina. Deve inoltre rilevarsi un'intensa attività della Banca d'Italia, tesa per il vero a inquadrare il fenomeno in rigidi schemi che – a dispetto della normativa primaria – sembrano adattarsi al modello prudenziale bancario. Si vedano sul punto il Regolamento Consob adottato con delibera n. 22720 il 1° giugno 2023, le *Disposizioni* emanate dalla Banca d'Italia in data 6 maggio 2024 ai sensi dell'art. 4-*sexies*.1 t.u.f., nonché il Protocollo d'intesa sottoscritto tra le medesime autorità in data 19 giugno 2023.

tempo concordato, detto importo all'investitore, unitamente agli interessi *medio tempore* maturati.<sup>64</sup> La figura, come si è accennato in apertura, consiste nell'agevolazione della stipulazione di un contratto di «prestito» tra *lender* e *borrower*,<sup>65</sup> le cui caratteristiche – se rapportate con gli istituti domestici – sono allineate ai caratteri tipici del contratto di mutuo.

Si tratta della declinazione più semplice del fenomeno in cui non viene contemplato un proattivo atteggiamento del gestore, caratterizzato *in primis* dalla pubblicizzazione dei progetti e, successivamente, dal ruolo di necessario inframezzo tra la domanda e l'offerta, coinvolgente aspetti logistico-operativi delle piattaforme di *crowdfunding*. Peraltro, proprio in virtù di tale adattamento strutturale, l'agevolazione nella concessione di prestiti risulta «distinta dall'attività di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico».<sup>66</sup> Per tal modo, dunque, tanto la posizione dei fornitori, quanto quella dei titolari del progetto non può essere equiparata alla raccolta di depositi ai sensi della Direttiva 2014/49/UE. Specificazione, quest'ultima, che – di là dai profili definitivi – riverbera conseguenze anche in ordine alla tutela dell'investimento: è il medesimo Regolamento europeo a chiarire che il quadro normativo relativo al *crowdfunding* si inserisce in un disegno normativo differente rispetto all'attività creditizia. Ed è dunque consequenziale, con riferimento alla salvaguardia degli utenti, rilevare che le somme da questi ultimi elargite non sono coperte dai sistemi di garanzia dei depositi, istituiti dalla predetta direttiva, né dai sistemi di indennizzo degli investitori, creati a norma della Direttiva 97/9/CE.

L'ipotesi indicata *sub (ii)* prevede che le piattaforme possano offrire servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti<sup>67</sup> (il c.d. *loan portfolio management*),

---

<sup>64</sup> Così l'art. 2, par. 1, lett. b) del Regolamento (UE) 2020/1503.

<sup>65</sup> Cfr. *supra* il §2.

<sup>66</sup> Considerando n. 11 del Regolamento (UE) 2020/1503.

<sup>67</sup> Su cui v. MEZZACAPO, *Il finanziamento di «progetti di crowdfunding» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»*, *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 165 e ss.

consistenti nella «ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di *crowdfunding* sulla sua piattaforma di *crowdfunding* conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale per ciascun investitore». <sup>68</sup>

Il caso prospettato, a differenza di quanto evidenziato in precedenza, permette di inquadrare la gestione dei portali in una cornice di riferimento più ampia, essenzialmente legata alle decisioni – coinvolgenti la porzione di patrimonio affidato dagli investitori – sui progetti. Si intuisce, dunque, che in tale evenienza l'intensità delle prerogative, anche organizzative, in capo ai *providers* è notevolmente incrementata. Ed infatti, i CSP sono chiamati a svolgere un'attività connotata da un grado significativamente più elevato di autonomia valutativa e di responsabilità funzionale. A differenza della mera facilitazione della contrazione di prestiti, in cui l'operatività della piattaforma si esaurisce nella predisposizione tecnica del canale digitale e nella pubblicazione dei progetti, la gestione individuale di portafogli di prestiti implica una discrezionalità sostanziale nell'allocazione del capitale dell'investitore, con conseguente necessità di adottare presidi interni specifici. Tra questi, il Regolamento richiede la predisposizione di politiche di investimento chiare, procedure di *risk assessment* calibrate sulle caratteristiche del singolo investitore e sistemi informativi in grado di tracciare e documentare ogni fase dell'allocazione dei fondi.

È la regolazione sezionale a tipizzare parametri organizzativi differenti, i quali dovrebbero consentire al gestore dei portali di adattare i propri presidi interni all'attività in concreto esercitata. Si noti che nella seconda *sub-specie*, l'attività pare caratterizzata da maggiore discrezionalità<sup>69</sup> e, di conseguenza, da una distinta

---

<sup>68</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. c), del Regolamento (UE) 2020/1503.

<sup>69</sup> PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, cit., p. 33-34. L'Autore riporta che «la gestione di portafoglio individuale di prestiti, che è ovviamente l'ipotesi più complessa, risulta connotata da una quota pur circoscritta di discrezionalità attribuita al CSP nella adozione delle

attenzione da parte del regolatore;<sup>70</sup> difatti, quest'ultimo ha sancito la necessità di un mandato *ad hoc* da parte del finanziatore, che rispetti i requisiti minimi imposti dal Regolamento.<sup>71</sup> Una volta ricevuto l'incarico, la scelta dell'investimento, ancorché caratterizzata da limiti alle opzioni sulle scelte di finanziamento,<sup>72</sup> viene concretamente effettuata dal CSP, il quale è chiamato a dotarsi di «solide procedure e metodologie interne e avvalersi di dati adeguati».<sup>73</sup> La specificazione sembrerebbe consentire agli investitori di riporre un ragionevole affidamento sulle decisioni effettuate dai gestori: in particolare, essi devono valutare il rischio di credito (a) dei singoli progetti di *crowdfunding* selezionati per il portafoglio dell'investitore, (b) del portafoglio dell'investitore medesimo, nonché (c) dei titolari di progetti selezionati, verificando la capacità dei *project owners* di adempiere alle proprie obbligazioni nell'ambito del prestito e comunicando al cliente le metodologie utilizzate in dette

---

scelte di finanziamento fra uno o più progetti di CF, assumendo qui un rilievo centrale il “mandato” conferitogli dall'investitore con il contenuto minimo fissato dal Regolamento (UE) 2020/1503, consistente nel precisare “i parametri per prestare tale servizio”, che devono includere “almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza”». Si veda anche CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, p. 268 ss.

<sup>70</sup> Il Regolamento (UE) 2020/1503 disciplina l'attività in questione all'art. 6, rubricato proprio “Gestione individuale di portafogli di prestiti”.

<sup>71</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 6, par. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503 il mandato deve precisare «i parametri per prestare tale servizio, che includa almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza».

<sup>72</sup> Il perimetro dell'azione del gestore è infatti limitato alle indicazioni previamente fornite dall'investitore. Sul punto v. FIORE, *Il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti nel Regolamento europeo in materia di equity based crowdfunding*, in *Innovazione e diritto*, 2023, 2, p. 49 e ss.

<sup>73</sup> Ai sensi dell'art. 6, par. 2 del Regolamento (UE) 2020/1503. Cfr. FERRETTI, *Individual portfolio management of loans*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 113 e ss.

valutazioni (ai sensi dell'art. 6, par. 2 del Regolamento europeo).

Così, sembrerebbe potersi affermare che il ruolo delle piattaforme si attesti, nello svolgimento di servizi di *loan portfolio management*, a una funzione intermedia di *gatekeeping*, benché «light»,<sup>74</sup> e, quindi, di garanzia delle transazioni che avvengono sul relativo mercato.<sup>75</sup> Dalla prospettiva della meritevolezza del singolo progetto, tale garanzia, tuttavia, risulta piuttosto limitata. Il gestore, infatti, è tenuto a una *due diligence* circa un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti, consistente in controlli sull'assenza di precedenti penali e sulla giurisdizione di incorporazione dei medesimi, la quale non può rientrare tra quelle non cooperative nell'ambito della normativa europea antiriciclaggio.<sup>76</sup> Una cautela maggiore è invece rappresentata dall'obbligo, gravante sui CSP, di porre in essere e applicare procedure adeguate volte a verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni sui progetti pubblicati sulle piattaforme, nonché di segnalare tempestivamente la presenza di omissioni, errori o imprecisioni rilevate nell'analisi delle stesse.<sup>77</sup>

La distinzione tra le due ipotesi di *lending CF*, seppur accomunate dal medesimo fine economico (la concessione di un finanziamento), si traduce in una diversa intensità degli obblighi organizzativi e, in ultima analisi, in una differente configurazione dei doveri che gravano sul gestore. In entrambi i casi, tuttavia,

---

<sup>74</sup> MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di crowdfunding alle imprese: un nuovo gatekeeper?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 86 ss. Ciò, del resto, con particolare riferimento alle attività di *loan portfolio management* di *lending crowdfunding*.

<sup>75</sup> Si veda anche ID., *Investment-based crowdfunding platforms and their regulation*, reperibile al seguente *link*: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4474757](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4474757) e in corso di pubblicazione in AA.VV., *Comparative Financial Regulation*, a cura di PACCES, MARTINO e NABILOU, Londra, 2025, ove ulteriori riferimenti (spec. a nt. 7). In particolare, sul ruolo di *gatekeeping* nel settore finanziario cfr. PAYNE, *The Role of Gatekeepers*, in AA.VV., *Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di MOLONEY, FERRAN e PAYNE, Oxford, 2015, p. 254 ss.

<sup>76</sup> Il procedimento di adeguata verifica è infatti ben meno gravoso rispetto alle *Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo* emanate dalla Banca d'Italia nel 2019 e successivamente integrate nel 2023.

<sup>77</sup> A norma degli artt. 23 e 24 del Regolamento (UE) 2020/1503.

permane una rigorosa separazione tra il ruolo dei CSP e quello degli enti creditizi, sancita dal legislatore europeo sia in termini definitivi, sia con riferimento all'esclusione dai regimi di vigilanza prudenziale tipici dell'attività bancaria. È proprio tale esclusione che giustifica, da un lato, l'assenza di una garanzia pubblica sui fondi prestati e, dall'altro, l'enfasi posta sulla trasparenza, sull'adeguatezza informativa e sulla correttezza procedurale, elementi ritenuti essenziali per compensare l'assenza di tutela sistemica.

Ne consegue che, nel disegno del legislatore europeo, la regolazione delle piattaforme di *lending-based crowdfunding* non mira ad assimilarle agli intermediari creditizi tradizionali, bensì a costruire un modello autonomo di intermediazione, in cui l'equilibrio tra innovazione, libertà imprenditoriale e tutela dell'investitore si gioca tutto sul piano della *governance* interna e della qualità informativa. Questa prospettiva, inoltre, conferma l'intendimento euro-unionale di disciplinare il settore secondo criteri di proporzionalità regolatoria, evitando l'imposizione di oneri incompatibili con la natura dei soggetti coinvolti, ma al contempo presidiando adeguatamente i rischi derivanti dalla diffusione di strumenti finanziari sempre più accessibili e disintermediati.<sup>78</sup>

6. Nell'ambito della regolazione del *lending crowdfunding* il legislatore euro-unionale ha inteso fissare i caratteri (più che) minimi della relativa fattispecie, contribuendo a restituire un quadro di disciplina completo, suscettibile di attuazione interna nei singoli Stati membri.<sup>79</sup> In particolare, un compito di primaria importanza è affidato ai gestori delle piattaforme, il cui ruolo – sempre più vicino a quello di un intermediario digitale – risente della diversità dell'attività potenzialmente svolta,

---

<sup>78</sup> Del resto, tale intendimento non parrebbe aver trovato una piena attuazione nell'ordinamento interno, ove la Banca d'Italia e la Consob hanno previsto procedure (autorizzative, prudenziali e sanzionatorie) particolarmente stringenti nei confronti dei *providers*. Cfr. *supra* la nt. 59, nonché la successiva nt. 75.

<sup>79</sup> Cfr. il Regolamento Consob adottato con delibera n. 22720 il 1° giugno 2023, nonché le *Disposizioni* emanate dalla Banca d'Italia in data 6 maggio 2024 ai sensi dell'art. 4-*sexies*.1 t.u.f.

direttamente proporzionale alle prerogative poste dall'ordinamento in capo ad essi: da semplici facilitatori, infatti, in alcune forme avanzate di *crowdlending*, rinvenibili nella prestazione di servizi di *loan portfolio management*, la funzione dei CSP sembra adeguarsi, di volta in volta, alle caratteristiche dei servizi prestati.<sup>80</sup> Con ciò conciliandosi a tale ultima rilevazione anche la diversa concezione di poteri organizzativi e di *compliance* ricadenti sugli operatori. Osservazione, questa, che dunque consente un corrispondente “*adattamento*” della architettura regolamentare, secondo un disegno prudenziale che tende a irrigidimenti selezionati “a monte”.

In altri termini, il legislatore, nel delineare il perimetro della disciplina del *lending crowdfunding*, ha optato per un modello di regolazione che si fonda su un principio di proporzionalità funzionale, in base al quale l'intensità degli obblighi – soprattutto in termini di presidi organizzativi, informativi e di *governance* – è modulata in ragione della complessità dell'attività effettivamente esercitata dal fornitore del servizio. E così, di fatto, rinunciando simultaneamente alle aspirazioni di uniformità della disciplina che pur si rinvergono nel testo normativo.<sup>81</sup> Ne deriva una struttura regolatoria flessibile, “a geometria variabile”, capace quindi di distinguere tra situazioni in cui il gestore – nella fattispecie *lending* – si limiti a offrire una piattaforma di incontro tra domanda e offerta di finanziamento, e ipotesi di esplicazione di attività a contenuto discrezionale, pur con massicce limitazioni della responsabilità circa il buon esito degli investimenti effettuati.

Ciò consente all'ordinamento europeo di articolare una disciplina del *lending crowdfunding* che, pur unitaria nelle sue finalità, risulta internamente differenziata

---

<sup>80</sup> Sul punto v. *supra* il §5.

<sup>81</sup> Si v. l'art. 1, par. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503, a norma del quale il regolamento «stabilisce requisiti uniformi per la prestazione di servizi di *crowdfunding*, per l'organizzazione, l'autorizzazione e la vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, per il funzionamento delle piattaforme di *crowdfunding*, nonché per quanto concerne la trasparenza e le comunicazioni di marketing in relazione alla prestazione di servizi di *crowdfunding* nell'Unione». Ma cfr., ad esempio, la disposizione di cui al successivo art. 6, ove sono specificati i doveri organizzativi e gli adempimenti richiesti ai gestori che esercitino l'attività di gestione individuale di portafogli.

nei suoi strumenti e capace di adeguarsi alla eterogeneità dei modelli operativi che caratterizzano l'economia digitale del credito prestato dalla "folla". Una condizione, questa, in grado peraltro di adattare la specificità del settore ai cambiamenti legati alla c.d. rivoluzione digitale in cui strumenti di IA, e più "classicamente", l'utilizzo di *blockchain* e *smart contract* potrebbero nondimeno modificare la materiale esecuzione delle operazioni di *lending* CF o di parte di esse, contribuendo tanto alle esigenze di trasparenza che tipicamente connotano il *business*,<sup>82</sup> quanto alla tracciabilità e alla sicurezza delle transazioni, nonché alla riduzione dei costi ad esse connessi. A ciò si aggiunge la possibilità, tutt'altro che eventuale, di integrare sistemi decentralizzati di verifica delle identità dei titolari di progetti e di valutazione preliminare del rischio dell'investimento, volti a supportare le procedure di *due diligence ex ante* richieste al gestore, con correlati riflessi sul contrasto e sulla prevenzione di episodi contrari alla normativa in tema di antiriciclaggio. Ne risulterebbe, pertanto, una funzionalizzazione tecnologica rispetto alla peculiare natura dell'attività di *lending crowdfunding*, che troverebbe nella capacità adattiva di tali strumenti un possibile vettore di efficientamento dei presidi informativi, organizzativi e fiduciari su cui si impernia il modello regolatorio unionale.

Tale prospettiva consentirebbe di collegare l'automazione dei processi economici sottesi alla disciplina sul *crowdfunding* al duplice obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato, da un lato, e contribuire allo sviluppo dell'unione dei mercati dei capitali, dall'altro. E, in un'ottica parallela, favorirebbe una maggior efficienza allocativa delle risorse e al contempo un ridimensionamento dei costi transattivi. Aspetti, questi ultimi, che potrebbero incrementare la resilienza del sistema economico-finanziario europeo, riducendo la concentrazione del rischio ricadente in massima parte sul circuito bancario e agevolando al tempo stesso un tipo

---

<sup>82</sup> Su cui v., criticamente, MINNECI, *Investment crowdfunding: tra eccesso regolatorio e questioni aperte*, in AA.VV., *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, a cura di AMMANNATI, CANEPA, GRECO e MINNECI, Torino, 2025, p. 47 e ss. (spec. 52 e ss.).

di intermediazione regolata da specifiche disposizioni intersecanti l'organizzazione interna dei *providers*, la vigilanza prudenziale e gli obblighi di condotta verso i clienti.

**Luca Venero**

*Dottore di ricerca*

*nell'Università degli Studi di Torino*

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA**  
**SENTENZA DEL 3 SETTEMBRE 2024**

(Omissis)

1. Con le loro rispettive impugnazioni, la Illumina Inc. (in prosieguo: la «Illumina») (causa C-611/22 P) e la Grail LLC (in prosieguo: la «Grail») (causa C-625/22 P) chiedono l'annullamento della sentenza del Tribunale dell'Unione europea del 13 luglio 2022, Illumina/Commissione (T-227/21; in prosieguo: la «sentenza impugnata», EU:T:2022:447), con cui quest'ultimo ha respinto il ricorso della Illumina diretto all'annullamento, in primo luogo, della decisione C(2021) 2847 final della Commissione europea, del 19 aprile 2021, che accoglie la richiesta dell'autorità nazionale francese garante della concorrenza intesa a sottoporre all'esame della Commissione l'operazione di concentrazione diretta all'acquisizione da parte della Illumina del controllo esclusivo della Grail (caso COMP/M.10188 – Illumina/Grail) (in prosieguo: la «decisione controversa»), in secondo luogo, delle decisioni C(2021) 2848 final, C(2021) 2849 final, C(2021) 2851 final, C(2021) 2854 final e C(2021) 2855 final della Commissione, del 19 aprile 2021, che accolgono le richieste delle autorità nazionali greca, belga, norvegese, islandese e dei Paesi Bassi garanti della concorrenza di aderire a tale richiesta di rinvio. (Omissis)

7. L'articolo 22 di tale regolamento, intitolato «Rinvio alla Commissione», è così formulato: «1. Uno o più Stati membri possono chiedere alla Commissione di esaminare qualsiasi concentrazione, secondo la definizione dell'articolo 3, che non ha dimensione comunitaria ai sensi dell'articolo 1 ma incide sul commercio fra Stati membri e rischia di incidere in misura significativa sulla concorrenza nel territorio dello Stato o degli Stati membri che presentano la richiesta: 'La richiesta va presentata al più tardi entro 15 giorni lavorativi dalla data in cui la concentrazione è stata notificata o, se non è prescritta la notificazione, resa nota in altro modo allo Stato membro interessato. 2. La Commissione informa senza ritardo le autorità

competenti degli Stati membri e le imprese interessate di qualsiasi richiesta ricevuta ai sensi del paragrafo 1.' (Omissis)

13. Poiché il fatturato della Illumina e della Grail non superava le soglie rilevanti, in particolare in considerazione del fatto che la Grail non realizzava fatturati né nell'Unione europea né in altre parti del mondo, la concentrazione in questione non presentava una dimensione europea, ai sensi dell'articolo 1 del regolamento n. 139/2004, e non è stata dunque notificata alla Commissione in conformità all'articolo 4, paragrafo 1, di tale regolamento.

14. La concentrazione in questione non è stata notificata neppure negli Stati membri dell'Unione o in altri Stati parti dell'accordo SEE, poiché essa non rientrava nell'ambito di applicazione della loro normativa nazionale in materia di controllo delle concentrazioni. (Omissis)

26. La Commissione ha infine considerato che la concentrazione in questione soddisfaceva i criteri di cui all'articolo 22, paragrafo 1, del regolamento n. 139/2004, per cui gli Stati membri potevano chiederle di esaminarla, anche se non aveva una dimensione europea.

27. Essa ha ritenuto, a tal riguardo, che gli Stati membri potessero chiederle di esaminare qualsiasi concentrazione «per la quale essi non erano muniti di competenza», purché fossero soddisfatte le condizioni enunciate all'articolo 22 di tale regolamento. (Omissis)

66. Con il suo primo motivo, la Illumina sostiene che il Tribunale ha commesso un errore di diritto interpretando l'articolo 22, paragrafo 1, del regolamento n. 139/2004 nel senso che esso consente a uno Stato membro dotato di una normativa nazionale in materia di controllo delle concentrazioni di chiedere alla Commissione di esaminare una concentrazione che non soddisfa i requisiti per essere esaminata in base a tale normativa. (Omissis)

81. La Grail anche sostiene che il Tribunale ha commesso un errore di interpretazione ritenendo che l'articolo 22 del regolamento n. 139/2004 conferisca alla Commissione

la competenza ad esaminare una concentrazione senza dimensione europea rinviata da uno Stato membro a sua volta incompetente, in base alla propria normativa nazionale in materia di controllo delle concentrazioni, ad esaminare tale concentrazione. Nessuno dei metodi di interpretazione, correttamente applicati, sosterebbe tale interpretazione del Tribunale. (Omissis)

162. Sotto un primo profilo, il Tribunale ha ritenuto, al punto 130 della sentenza impugnata, che dalla formulazione dell'articolo 22, paragrafo 1, secondo comma, di tale regolamento non si possa desumere che tale articolo sia applicabile agli Stati membri che dispongono di una normativa nazionale in materia di controllo delle concentrazioni solo qualora le concentrazioni interessate rientrino nell'ambito di applicazione di tale normativa. (Omissis)

192. (Omissis) Come risulta dal preambolo del regolamento n. 139/2004 e come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 179 delle sue conclusioni, tale considerando 11 fa riferimento a un meccanismo con una funzione correttiva in termini di ripartizione delle competenze tra la Commissione e le autorità nazionali garanti della concorrenza, tenendo conto dell'esigenza di certezza del diritto per le imprese interessate e del principio dello «sportello unico».

193. (Omissis) «non consente quindi di dedurre che il meccanismo di rinvio di cui all'articolo 22 del regolamento n. 139/2004 miri a colmare una lacuna nel sistema di controllo delle concentrazioni, che si basa su un principio di ripartizione precisa delle competenze della Commissione e delle autorità nazionali garanti della concorrenza, consentendo alla Commissione di esaminare concentrazioni che si collocano al di sotto delle soglie definite sia a livello dell'Unione sia a livello nazionale. (Omissis)

199. (Omissis) sia dall'interpretazione contestuale del regolamento n. 139/2004 emerge che solo due obiettivi principali sono perseguiti dal meccanismo di rinvio previsto ora all'articolo 22 di tale regolamento. Il primo obiettivo che ha indotto a introdurre il meccanismo di rinvio nel regolamento n. 4064/89, all'epoca denominato «clausola olandese», consisteva nel permettere il controllo delle concentrazioni

suscettibili di falsare la concorrenza a livello locale nei casi in cui lo Stato membro in questione non disponesse di un sistema nazionale di controllo delle concentrazioni. Il secondo obiettivo, introdotto al momento della modifica del regolamento n. 4064/89 ad opera del regolamento n. 1310/97, e successivamente rafforzato dall'adozione del regolamento n. 139/2004 è, come rilevato ai punti 192 e 193 della presente sentenza, quello di un ampliamento del principio dello «sportello unico» al fine di consentire l'esame da parte della Commissione di una concentrazione notificata o notificabile in diversi Stati membri, al fine di evitare molteplici notificazioni a livello nazionale e di rafforzare in tal modo la certezza del diritto per le imprese. (Omissis)

201. Da tali considerazioni risulta che il Tribunale ha erroneamente dedotto dai considerando del regolamento n. 139/2004 che l'articolo 22 di quest'ultimo costituisce un «meccanismo correttivo» riguardante un controllo efficace di tutte le concentrazioni aventi effetti significativi sulla struttura della concorrenza nell'Unione. (Omissis)

203. Esaminati sotto un profilo sistemico, dai considerando del regolamento n. 139/2004 si può dedurre che, sebbene quest'ultimo miri a istituire «[u]no strumento giuridico specifico che consenta un controllo efficace di tutte le concentrazioni in funzione della incidenza sulla struttura della concorrenza» (considerando 6), esso mira altresì a istituire un sistema di controllo efficace e prevedibile, che tenga conto della necessità della certezza del diritto e fondato sul principio dello «sportello unico» (considerando 8 e 11). Questo sistema si basa, rispettivamente, su una precisa ripartizione delle competenze tra la Commissione e gli Stati membri e su una chiara definizione delle condizioni di notificazione e sospensione imposte alle parti di un'operazione di concentrazione. (Omissis)

205. Orbene, l'interpretazione dell'articolo 22 del regolamento n. 139/2004 propugnata dalla Commissione, come avallata dal Tribunale, rischia di rompere l'equilibrio tra i diversi obiettivi perseguiti da tale regolamento.

206. In particolare, tale interpretazione compromette l'efficacia, la prevedibilità e la certezza del diritto che devono essere garantite alle parti di una concentrazione.

207. Infatti, se è vero che il regolamento n. 139/2004 mira effettivamente ad istituire un sistema di controllo delle concentrazioni tra imprese potenzialmente dannose per la concorrenza, esso mira nel contempo ad instaurare, da un lato, una chiara ripartizione di competenze tra la Commissione e le autorità nazionali garanti della concorrenza e, dall'altro, un sistema efficace e prevedibile di controllo preventivo per le imprese interessate. È tenendo conto dell'insieme di tali obiettivi e del loro bilanciamento che deve essere preso in considerazione l'insieme delle disposizioni di tale regolamento e, in particolare, il meccanismo di rinvio previsto al suo articolo 22.

208. In tale contesto, occorre ricordare che, nell'economia dei regimi di controllo preventivo delle concentrazioni tra imprese successivamente previsti a livello dell'Unione, le soglie fissate per definire se un'operazione debba o meno essere notificata sono di importanza cardinale. Le imprese potenzialmente soggette a obblighi di notificazione e di sospensione devono infatti poter facilmente stabilire se il loro progetto di operazione debba essere oggetto di un esame preliminare e, in caso affermativo, da parte di quale autorità, e in quale data si possa attendere una decisione di tale autorità relativa a tale operazione.

209. La determinazione della competenza delle autorità nazionali garanti della concorrenza con riferimento a criteri collegati al fatturato costituisce una garanzia importante di prevedibilità e di certezza del diritto per le imprese interessate, che devono poter facilmente e rapidamente identificare l'autorità cui devono rivolgersi, e conoscere i termini e le forme, in particolare per quanto riguarda la lingua e il contenuto delle informazioni richieste, in cui devono interpellarla quando si impegnano in un'operazione di concentrazione. (Omissis)

211. (Omissis) la necessità di consentire un controllo effettivo di tutte le operazioni aventi effetti significativi sulla struttura della concorrenza nell'Unione non può, in ogni caso, condurre ad estendere la portata del regolamento n. 139/2004. (Omissis)

213. Tali regolamenti si basano sugli articoli 103 e 352 del TFUE (ex articoli 83 e 308 CE), che prevedono più specificamente un controllo preventivo, basato su un sistema di notificazione obbligatoria, di tutte le concentrazioni che superano le soglie stabilite. (Omissis)

215. (Omissis) risulta che l'interpretazione estensiva dell'articolo 22, paragrafo 1, primo comma, del regolamento n. 139/2004 adottata dal Tribunale, che comporta potenzialmente un ampliamento dell'ambito di applicazione di tale regolamento e della competenza di controllo della Commissione sulle operazioni di concentrazione, contrasta con il principio dell'equilibrio istituzionale, caratteristico della struttura istituzionale dell'Unione, derivante dall'articolo 13, paragrafo 2, TUE, il quale implica che ogni istituzione eserciti le proprie competenze nel rispetto di quelle delle altre istituzioni [sentenza del 9 aprile 2024, Commissione/Consiglio] (Omissis)

216. (Omissis) Pertanto, anche supponendo che l'efficacia delle soglie di competenza fondate sul fatturato previste dal regolamento n. 139/2004 dovesse rivelarsi insufficiente per controllare talune operazioni che possono avere un'incidenza significativa sulla concorrenza, spetta unicamente al legislatore dell'Unione rivederle o prevedere un meccanismo di salvaguardia che consenta alla Commissione di controllare una siffatta operazione.

217. Inoltre, anche supponendo che gli sviluppi osservati su taluni mercati, che riguardano in particolare imprese innovative che svolgono o possono svolgere un ruolo concorrenziale importante nonostante il fatto che esse generino un fatturato esiguo o nullo al momento della concentrazione, giustifichino l'ampliamento dell'ambito delle operazioni meritevoli di un esame preliminare, gli Stati membri possono rivedere al ribasso le proprie soglie di competenza fondate sul fatturato previste dalla normativa nazionale. (Omissis)

222. (Omissis) le decisioni controverse devono essere annullate in quanto la Commissione non poteva basarsi sull'articolo 22 del regolamento n. 139/2004 per trattare la concentrazione di cui trattasi. Infatti, la Commissione ha erroneamente

interpretato il regolamento n. 139/2004 considerando, in tali decisioni, di poter accettare una richiesta ai sensi dell'articolo 22 di tale regolamento in una situazione in cui gli Stati membri che presentano tale richiesta non sono autorizzati, in forza della loro normativa nazionale in materia di controllo delle concentrazioni, ad esaminare la concentrazione oggetto di detta richiesta.

(Omissis)

Per questi motivi, la Corte (Grande Sezione) dichiara e statuisce:

1) La sentenza del Tribunale dell'Unione europea del 13 luglio 2022, Illumina/Commissione (T-227/21, EU:T:2022:447), è annullata.

2) La decisione C(2021) 2847 final della Commissione europea, del 19 aprile 2021, che accoglie la richiesta dell'autorità nazionale francese garante della concorrenza intesa a sottoporre all'esame della Commissione l'operazione di concentrazione diretta all'acquisizione da parte della Illumina Inc. del controllo esclusivo della Grail LLC (caso COMP/M.10188 – Illumina/Grail), è annullata.

3) Le decisioni C(2021) 2848 final, C(2021) 2849 final, C(2021) 2851 final, C(2021) 2854 final e C(2021) 2855 final della Commissione, del 19 aprile 2021, che accolgono le richieste delle autorità nazionali greca, belga, norvegese, islandese e dei Paesi Bassi garanti della concorrenza di aderire a tale richiesta di rinvio, sono annullate.

4) Il ricorso è respinto quanto al resto.

5) La Commissione europea è condannata a farsi carico, oltre che delle proprie spese, delle spese sostenute, da un lato, dalla Illumina Inc. e dalla Grail LLC in primo grado e nel procedimento di impugnazione e, dall'altro, dalla Biocom California nel procedimento d'impugnazione nella causa C-611/22 P.

6) La Repubblica di Estonia, la Repubblica ellenica, la Repubblica francese, il Regno dei Paesi Bassi e l'Autorità di vigilanza AELS si fanno carico delle proprie spese.

(Omissis)

**IL REGIME EUROPEO DELLE CONCENTRAZIONI A UN BIVIO:  
L'ARTICOLO 2E EUMR DOPO IL CASO *ILLUMINA/GRAIL* E IL  
RUOLO EMERGENTE DEI MECCANISMI NAZIONALI DI *CALL-IN* \***

*(Merger regulation at a crossroads: article 22 EUMR after  
Illumina/Grail and the emerging role of national call-in)*

**ABSTRACT:** *La sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea nel caso Illumina/Grail ha segnato un punto di svolta paradigmatico nel sistema europeo di controllo delle concentrazioni. Attraverso la limitazione dell'interpretazione estensiva dell'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni dell'Unione europea (EUMR) la Corte ha riaffermato la centralità dei principi di certezza del diritto, equilibrio istituzionale e di attribuzione, ripristinando confini giurisdizionali rigorosi nell'esercizio dei poteri di controllo delle concentrazioni a livello europeo.*

*Tuttavia, tale orientamento ha al contempo evidenziato una lacuna applicativa nel sistema di regolazione e vigilanza sulle acquisizioni che coinvolgono imprese nascenti in mercati caratterizzati da alta innovazione tecnologica. Operazioni di questo tipo, infatti, non raggiungendo, spesso, le soglie di fatturato previste dalla disciplina europea e nazionale sul controllo delle concentrazioni, tendono a sottrarsi al controllo esercitato dalla Commissione europea e dalle autorità nazionali garanti della concorrenza, nonostante possano avere effetti rilevanti sull'innovazione, sulla dinamica competitiva e sulla stessa struttura dei mercati interessati.*

*Per sopperire vuoto normativo e ricalibrare il proprio approccio nel rispetto della sentenza, la Commissione ha avviato un ripensamento della propria strategia concentrandosi sui meccanismi nazionali di call-in, attraverso cui le autorità nazionali attraggono nella propria sfera di competenza operazioni che, pur non superando le soglie di fatturato stabilite dalla normativa di settore, risultino comunque suscettibili*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*di incidere in modo significativo sulla concorrenza. Ha perciò mostrato una crescente disponibilità ad accettare rinvii provenienti dalle autorità nazionali qualora queste dispongano della competenza attraverso tali strumenti speciali.*

*Tale approccio non è del tutto convincente, perché se da un lato cerca rafforzare la capacità di intercettare operazioni strategicamente rilevanti nei mercati guidati dall'innovazione, dall'altro lato rischia di compromettere la prevedibilità, l'unità e la complessiva certezza giuridica del sistema europeo di controllo delle concentrazioni.*

*The judgment of the European Union's Court of Justice in the Illumina/Grail case marked a paradigmatic turning point in the European system of merger control. By curtailing significantly, the expansive interpretation of Article 22 of the EU Merger Regulation (EUMR) previously endorsed by the European Commission, the Court reaffirmed the centrality of legal certainty, institutional balance, and the principle of conferral, thereby restoring strict jurisdictional boundaries to EU merger enforcement.*

*Through the exclusion of possible referrals in the absence of national competences grounded in domestic law, the Court re established clear jurisdictional limits while simultaneously exposing a persistent enforcement gap in the regulation and scrutiny of acquisitions involving innovative and nascent firms. Transactions of this kind, by failing to meet traditional turnover thresholds, continue to escape ordinary merger control despite their potentially profound impact on innovation and market structure. Within this restricted framework, the Commission has sought to recalibrate its enforcement strategy by means of increased reliance upon national call in mechanisms, as demonstrated by the acceptance of the request for referral submitted by the Italian Competition Authority in the NVIDIA/Run:AI case immediately after the decision of the Court of Justice. While the scrutiny of a sub threshold transaction does not, in abstract terms, contradict the Court's ruling in the Illumina/Grail case, it*

*signals a strategic shift aimed at reconstructing enforcement capacity through the discretionary activation of national jurisdictional powers.*

*This approach, however, has been challenged by NVIDIA before the General Court, raising fundamental questions concerning procedural legal certainty, proportionality, and the systemic coherence of Article 22 EUMR within the post Illumina legal landscape.*

*The issue underlines divergent and opposing policy interests: while the growing reliance upon national discretionary mechanisms may strengthen the ability to intercept strategically significant transactions in innovation driven markets, simultaneously it risks undermining the predictability, unity, and overall legal certainty of the EU merger control system. Conversely, an excessively restrictive jurisdictional model might effectively legitimise so called killer acquisitions, particularly in high technology sectors, with detrimental consequences for competitive dynamics, innovation, and the long term competitiveness of the internal market.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione - 2. Articolo 22 del Regolamento sulle concentrazioni dell'Unione europea (EUMR) e la riconfigurazione della competenza in materia di concentrazioni - 3. I meccanismi di call-in nazionali come risposta strutturale - 4. Il rinvio NVIDIA/Run:AI: una verifica del quadro successivo alla vicenda Illumina/Grail - 5. Il ricorso di NVIDIA: equilibrio istituzionale e legalità procedurale - 6. Implicazioni strutturali per il controllo delle concentrazioni nell'Unione europea - 7. Il ruolo dell'articolo 102 TFUE nell'architettura di enforcement successiva al caso Illumina - 8. Conclusioni.

1. La sentenza del 3 settembre 2024 della Corte di giustizia dell'Unione europea, nella causa Illumina c. Commissione (C-611/22 P e C-625/22 P)<sup>1</sup> rappresenta

---

<sup>1</sup> Judgment of the Court (Grand Chamber) of 3 September 2024 – Illumina, Inc and Grail LLC v European Commission, Hellenic Republic, French Republic, Kingdom of the Netherlands, EFTA Surveillance Authority [2024].

un momento decisivo per la struttura dei sistemi di controllo delle concentrazioni nell'Unione europea.

Il giudizio trae origine dal ricorso proposto da Grail, Inc. ("Grail") e Illumina, Inc. ("Illumina") avverso la sentenza del Tribunale dell'Unione europea del 13 luglio 2022, con cui era stata confermata la legittimità della decisione della Commissione di accettare un rinvio ai sensi dell'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni. Secondo l'interpretazione sostenuta dalla Commissione e avallata dal Tribunale, tale disposizione avrebbe consentito alla Commissione di esaminare un'operazione di concentrazione su richiesta di un'autorità nazionale garante della concorrenza anche qualora l'operazione non avesse raggiunto le soglie di fatturato previste né a livello europeo né a livello nazionale.

La Corte Europea respingendo l'interpretazione estensiva dell'articolo 22 del Regolamento UE sulle concentrazioni (EUMR),<sup>2</sup> ha invece riaffermato la primazia della certezza del diritto, dell'equilibrio istituzionale e del principio di attribuzione delle competenze. In tal modo, non solo ha smentito l'avallo espresso dal Tribunale dell'Unione europea rispetto all'orientamento adottato dalla Commissione nel 2021<sup>3</sup> ma ha anche riaperto il dibattito, invero mai sopito, su come il Diritto dell'Unione europea debba reagire al fenomeno delle cosiddette *killer acquisitions* nei mercati caratterizzati da alta innovazione tecnologica.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Ivi parr. 173-174; 185-186; 191-193.

<sup>3</sup> Ivi parr. 203-210.

<sup>4</sup> EBEN-READER, *Taking Aim at Innovation-Crushing Mergers: A Killer Instinct Unleashed?*, in *Yearbook of European Law*, 2023, vol. 42, pp. 286-321; SPULBER, *Antitrust and Innovation Competition*, in *Journal of Antitrust Enforcement*, 2023, vol. 11, n. 1, p. 5 e ss.; IVALDI-PETIT-UNEKBAS, *Killer Acquisitions: Evidence from European Merger Cases*, in *Antitrust Law Journal*, 2024, vol. 86, n. 3, pp. 647-678; TURGOT, *Killer Acquisitions in Digital Markets: Evaluating the Effectiveness of the EU Merger Control Regime*, in *European Competition and Regulatory Law Review*, 2021, vol. 5, n. 2, pp. 112-121; LEVY-MOSTYN-BUZATU, *Reforming EU Merger Control to Capture «Killer Acquisitions»: The Case for Caution*, in *Competition Law Journal*, 2020, vol. 19, n. 2, p. 51 e ss.; TZANAKI, *Dynamism and Politics in EU Merger Control: The Perils and Promise of a Killer Acquisitions Solution through a Law & Economics Lens*, 2025.

Per un dibattito più ampio sul rapporto tra innovazione tecnologica e trasformazione delle dinamiche di mercato, v. CAPRIGLIONE, *Le crypto-attività tra innovazione tecnologica e regolazione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018; SEPE, *Prestazione frazionata e*

La sentenza segna apparentemente la conclusione di una fase sperimentale di *enforcement*, caratterizzata da creatività regolatoria e da un approccio improntato al pragmatismo, e chiede un ritorno a un paradigma più ortodosso, orientato al rispetto del principio di legalità. Al tempo stesso, tuttavia, mette in luce una persistente tensione strutturale interna al sistema europeo di controllo delle concentrazioni: mentre numerose operazioni che superano le soglie di fatturato presentano una rilevanza concorrenziale limitata, le acquisizioni di imprese nascenti, potenzialmente in grado di ridefinire le traiettorie dell'innovazione, sfuggono frequentemente al controllo, in particolare nei settori ad alta innovazione tecnologica. Tale tensione tra efficacia dell'*enforcement* e prevedibilità giuridica si colloca oggi al centro del dibattito in materia di concorrenza.

In questo quadro, nell'ottobre 2024 la Commissione europea ha accolto una richiesta di rinvio presentata dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) relativa alla proposta di acquisizione di Run:AI da parte di NVIDIA.<sup>5</sup>

Questa mossa è il primo tentativo concreto di adattare le strategie di *enforcement* ai vincoli imposti dalla Corte di giustizia nella sentenza Illumina/Grail. A cui il recente ricorso promosso da NVIDIA dinanzi al Tribunale dell'Unione europea offre un punto di osservazione privilegiato per valutare sia la tenuta dell'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni (EUMR), sia le più ampie implicazioni sistemiche derivanti dal crescente ricorso ai meccanismi nazionali di *call-in* quali porte di accesso giurisdizionali al controllo delle concentrazioni a livello dell'Unione.

2. L'articolo 22 del Regolamento UE sulle concentrazioni<sup>6</sup> stabilisce un meccanismo di rinvio che consente a uno o più Stati membri di richiedere alla

---

*rapporti tra imprese nel diritto dell'economia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. 3/2021, p. 195 e ss.

<sup>5</sup> Commission, 'Prior notification of a concentration (Case M.11766 – NVIDIA / RUN:AI) (Text with EEA relevance)' (C/2024/7203) OJ C, 28 November 2024.

<sup>6</sup> Art. 22 reads as follow: "One or more Member States may request the Commission to examine any concentration as defined in Article 3 that does not have a Community dimension within the meaning

Commissione europea di esaminare una concentrazione che, pur non presentando dimensione unionale, può incidere sugli scambi tra Stati membri e minaccia di incidere in modo significativo sulla concorrenza all'interno dello Stato o degli Stati richiedenti. Storicamente nota come “Dutch clause”, tale disposizione fu originariamente concepita come transitoria e compensativa, data la situazione di alcuni Stati europei che, al momento dell'adozione del regolamento, non disponevano ancora di un sistema nazionale organico di controllo delle concentrazioni. La sua funzione risultava pertanto strutturalmente accessoria, inserita in un'architettura giurisdizionale fondata principalmente su soglie di fatturato e sulle competenze nazionali.

Nel corso del tempo, tuttavia, l'ambito funzionale dell'articolo 22 è stato progressivamente ampliato, in particolare a causa delle crescenti preoccupazioni della Commissione riguardo alle operazioni “sotto soglia” nei settori ad alta intensità tecnologica come i mercati digitali e farmaceutici.

Questo ampliamento ha raggiunto il suo apice con la Guida della Commissione del 2021 sull'applicazione del meccanismo di *referral*,<sup>7</sup> che ha esplicitamente incoraggiato gli Stati membri a presentare richieste di rinvio anche in assenza di una competenza giurisdizionale nazionale, purché risultassero soddisfatte le condizioni sostanziali previste dall'articolo 22, paragrafo 1, ossia l'incidenza sugli scambi tra Stati membri e il rischio di un significativo ostacolo alla concorrenza effettiva.<sup>8</sup>

Con ciò l'articolo 22 era stato di fatto trasformato da una clausola di salvaguardia giurisdizionale in uno strumento correttivo di *enforcement*, consentendo alla Commissione di ricostruire *ex post* una competenza che il

---

of Article 1 but affects trade between Member States and threatens to significantly affect competition within the territory of the Member State or States making the request. [...]

<sup>7</sup> European Commission, ‘Commission Guidance on the application of the referral mechanism set out in Article 22 of the Merger Regulation to certain categories of cases’ (Communication) C(2021) 1959 final, 26 March 2021.

<sup>8</sup> Ivi parr 11 e ss.

legislatore aveva deliberatamente subordinato al superamento di soglie giurisdizionali di natura quantitativa.

Orientamento che è stato smentito nella sentenza *Illumina/Grail* dalla Corte di giustizia.

I giudici europei muovendo da un'analisi congiunta di carattere storico, contestuale e teleologico, hanno chiarito che l'articolo 22 non attribuisce alla Commissione una competenza correttiva di carattere generale, ma che presuppone, che l'autorità la quale richiede il rinvio sia essa stessa titolare di una competenza giurisdizionale fondata sul diritto nazionale.<sup>9</sup> Il meccanismo di rinvio (*referral*), secondo il ragionamento della Corte, non ha carattere autonomo bensì derivato, e quindi pretende necessariamente la previa esistenza di una competenza nazionale a esaminare l'operazione ai sensi del proprio diritto interno.

In tale prospettiva, le soglie di fatturato assumono una funzione quasi costituzionale. La Corte ha evidenziato che soglie di questo tipo sono una garanzia fondamentale di prevedibilità e di certezza del diritto, poiché consentono alle imprese di determinare "*quickly and easily*", se un'operazione sia soggetta a controllo.<sup>10</sup> Qualsiasi tentativo di eludere tali soglie mediante interpretazioni estensive compromette non solo la certezza del diritto, ma anche l'equilibrio istituzionale tra l'Unione e gli Stati membri, consentendo alla Commissione di ridefinire unilateralmente l'ambito della propria competenza. In questo senso, la pronuncia riafferma la primazia strutturale della scelta legislativa rispetto a un approccio all'*enforcement* guidato da esigenze pragmatiche, ribadendo che confini giurisdizionali nel controllo delle concentrazioni non costituiscono meri costrutti tecnici, bensì componenti essenziali dell'architettura costituzionale del diritto della concorrenza dell'Unione europea.

---

<sup>9</sup> Cfr. *Illumina, Inc and Grail LLC v European Commission, Hellenic Republic, French Republic, Kingdom of the Netherlands, EFTA Surveillance Authority*, parr. 191-199.

<sup>10</sup> Cfr. *Ivi* parr. 203-205.

La Corte, nel suo ragionamento, non ha minimizzato i rischi concorrenziali associati alle cosiddette *killer acquisitions* nei mercati ad alta innovazione tecnologica. Al contrario, ha esplicitamente riconosciuto l'esistenza di una possibile lacuna applicativa nel controllo delle acquisizioni che coinvolgono imprese nascenti e altamente innovative, la cui rilevanza concorrenziale non è adeguatamente catturata dalle tradizionali soglie di fatturato.<sup>11</sup> Tuttavia, ha chiarito che una simile lacuna applicativa non può essere colmata con un'interpretazione estensiva dell'articolo 22, ma richiede un intervento di natura legislativa o istituzionale, sia a livello dell'Unione sia a livello nazionale. In questo senso, la sentenza ha implicitamente riallocato la responsabilità regolatoria nella sfera politica/legislativa, sollecitando il legislatore europeo e gli Stati membri a ricalibrare gli strumenti di controllo delle concentrazioni alla luce dell'evoluzione delle dinamiche di mercato.

In tal modo, i Giudici europei hanno chiarito che eventuali lacune di *enforcement* relative all'acquisizione di imprese strategicamente rilevanti ma caratterizzate da un basso fatturato devono essere affrontate attraverso un intervento legislativo. Sottolineando la necessità di rivedere le soglie giurisdizionali a livello dell'Unione e ribadendo che il rinvio ai sensi dell'articolo 22 presuppone l'esistenza di una competenza nazionale, la Corte ha implicitamente invitato gli Stati membri a ripensare i regimi nazionali di controllo delle concentrazioni. In questo modo, la pronuncia *Illumina/Grail* non solo ha limitato il margine interpretativo della Commissione, ma ha anche innescato una riconfigurazione strutturale della giurisdizione in materia di concentrazioni, spostando il baricentro regolatorio da un'espansione amministrativa centralizzata verso una riprogettazione istituzionale decentrata. Tale trasformazione si inserisce nel nuovo paradigma di *enforcement* emerso nel periodo successivo alla sentenza *Illumina* e costituisce il presupposto concettuale della crescente valorizzazione dei poteri nazionali di *call-in* quali porte di accesso giurisdizionali al controllo delle concentrazioni a livello dell'Unione.

---

<sup>11</sup> Cfr. Ivi parr. 148-150; 200-201.

3. Diversi Stati membri hanno, negli ultimi anni, risposto alle sfide poste dalla digitalizzazione e dalla concorrenza attraverso innovazione introducendo meccanismi di *call-in* che consentono alle autorità nazionali garanti della concorrenza di esaminare operazioni al di sotto delle tradizionali soglie di notifica qualora emergano concreti rischi per la concorrenza.

Italia, Danimarca, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Lituania, Slovenia e Svezia hanno adottato varianti di questo modello, mentre Austria e Germania hanno integrato i propri sistemi fondati sulle soglie di fatturato con criteri alternativi basati sul valore dell'operazione (*deal-value thresholds*), esplicitamente concepiti per intercettare acquisizioni che coinvolgono imprese strategicamente rilevanti ma caratterizzate da bassi livelli di fatturato.

Queste riforme hanno come obiettivo quello di superare i limiti derivanti dall'utilizzo di criteri giurisdizionali basati esclusivamente sul fatturato, che risultano spesso inadeguati in mercati caratterizzati da rapida evoluzione tecnologica, modelli di business fondati sui dati e forti effetti di rete.

Sotto il profilo sistemico, tuttavia, i regimi nazionali di *call-in* incarnano una tensione strutturale complessa. Da un lato, essi rafforzano in modo significativo l'efficacia dell'*enforcement*, consentendo alle autorità di intercettare operazioni che altrimenti sfuggirebbero al controllo; dall'altro lato, promuovono incertezza giuridica, nella misura in cui la giurisdizione viene attivata *ex post* attraverso una valutazione discrezionale dell'autorità regolatoria, piuttosto che *ex ante* mediante soglie quantitative oggettive e prevedibili. Di conseguenza, le imprese potrebbero non essere più in grado di determinare con sufficiente certezza, già nella fase di strutturazione dell'operazione, se una determinata transazione ricadrà nell'ambito di applicazione del controllo delle concentrazioni, con il rischio di erodere una delle garanzie fondamentali su cui si fonda il sistema del regolamento sulle concentrazioni, la certezza del diritto.

Questa tensione non è meramente tecnica, ma assume una dimensione costituzionale. I meccanismi di *call-in* ridefiniscono infatti l'equilibrio tra discrezionalità amministrativa e prevedibilità giuridica, spostando il potere giurisdizionale da criteri previamente definiti dal legislatore verso una valutazione regolatoria caso per caso. In tal modo, si rischia di compromettere la stessa architettura del controllo delle concentrazioni nell'Unione europea, fondata sul principio secondo cui la giurisdizione deve essere determinabile *ex ante*, trasparente e uniforme all'interno del mercato europeo.<sup>12</sup>

È proprio questa tensione strutturale a trovarsi al centro del contenzioso NVIDIA/Run:AI. Trasformando i poteri nazionali di *call-in* in vere e proprie porte di accesso giurisdizionali per i rinvii ai sensi dell'articolo 22, la Commissione ha di fatto cercato di ricostruire, attraverso un disegno istituzionale decentrato, quella flessibilità di *enforcement* che la sentenza Illumina/Grail ha negato. Stabilire se tale strategia sia in grado di resistere al vaglio giurisdizionale non determinerà soltanto l'esito della specifica operazione, ma inciderà anche sull'equilibrio costituzionale di lungo periodo della giurisdizione europea in materia di concentrazioni.

Nel frattempo, è opportuno osservare che, all'indomani della sentenza Illumina/Grail, un numero crescente di Stati membri ha introdotto, oppure sta attivamente valutando l'introduzione, di meccanismi di *call-in*,<sup>13</sup> ciò conferma come la pronuncia della Corte abbia agito da catalizzatore per processi di innovazione regolatoria di carattere decentrato. Se, da un lato, tale sperimentazione istituzionale può contribuire a colmare la lacuna di *enforcement*, dall'altro essa rischia di

---

<sup>12</sup> Il principio secondo cui il sistema europeo di controllo delle concentrazioni deve fondarsi su una competenza determinabile *ex ante*, trasparente e uniforme nell'intero mercato interno è stato espressamente riaffermato dalla Corte di giustizia dell'Unione europea ai paragrafi 206 e 207 della sentenza nella causa *Illumina Inc. e Grail LLC c. Commissione europea*, sostenuta dalla Repubblica ellenica, dalla Repubblica francese, dal Regno dei Paesi Bassi e dall'Autorità di vigilanza EFTA.

<sup>13</sup> “Tra gli altri, la Francia ha recentemente avviato il processo volto all'adozione di tali meccanismi (cfr. Comunicato stampa, *Mergers below the control thresholds: Following the public consultation, the Autorité is continuing its work to propose a reform ensuring effective control*, 10 aprile 2025)” <https://www.autoritedelaconurrence.fr/en/press-release/mergers-below-control-thresholds-following-public-consultation-autorite-continuing>.

accentuare fenomeni di frammentazione, asimmetria regolatoria e incertezza giurisdizionale all'interno del mercato interno.

4. Il 31 ottobre 2024, la Commissione europea ha accolto una richiesta di rinvio presentata dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ai sensi dell'articolo 22 del regolamento UE sulle concentrazioni (EUMR), relativa alla proposta di acquisizione di Run:AI da parte di NVIDIA, una start-up israeliana specializzata nello sviluppo di software di orchestrazione delle GPU per l'ottimizzazione dei carichi di lavoro computazionali nell'ambito dell'intelligenza artificiale.<sup>14</sup> L'operazione non raggiungeva le soglie di notifica previste né dal regolamento UE sulle concentrazioni (EUMR) né dai regimi nazionali. Tuttavia, a seguito dell'esercizio dei propri poteri di *call-in*, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ha affermato la propria competenza a livello nazionale e ha successivamente sottoposto il caso alla Commissione mediante il meccanismo di rinvio.

Con decisione del 20 dicembre 2024, la Commissione europea ha ritenuto soddisfatte le condizioni giuridiche per il rinvio ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 1, EUMR. In particolare, ha sottolineato il potenziale dell'operazione di incidere in modo significativo sulla concorrenza in mercati quantomeno estesi allo Spazio economico europeo relativi alle GPU per data center e ai software di orchestrazione delle GPU, nonché la propria superiore capacità istituzionale di valutare le dinamiche concorrenziali proprie di ecosistemi digitali complessi e verticalmente integrati. Nonostante tali considerazioni, la Commissione ha autorizzato l'operazione in fase I, ritenendo che non sussistessero seri dubbi circa la sua compatibilità con il mercato interno.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> European Commission, 'Prior notification of a concentration (Case M.11766 – NVIDIA / Run:AI)' OJ C 7203, 28 November 2024.

<sup>15</sup> European Commission, NVIDIA / Run:AI (Case M.11766), Commission Decision of 20 December 2024 pursuant to Article 6(1)(b) of Council Regulation (EC) No 139/2004.

Sotto il profilo sostanziale, l'indagine di mercato condotta dalla Commissione ha evidenziato la solida posizione di NVIDIA nel mercato globale delle GPU discrete per data center e il ruolo strategico svolto dal software sviluppato da Run:AI nell'ottimizzazione dell'utilizzo delle GPU per i carichi di lavoro legati all'intelligenza artificiale. Sebbene l'indagine non abbia accertato effetti immediati di preclusione del mercato né strategie di *input foreclosure*, il caso mette comunque in luce la crescente rilevanza strategica dell'integrazione verticale nei mercati dell'infrastruttura dell'intelligenza artificiale, nei quali il controllo congiunto dei livelli hardware e software può generare vantaggi competitivi di lungo periodo, potenzialmente idonei a ridefinire le traiettorie dell'innovazione e la struttura dei mercati.

Al di là delle conclusioni di merito, la decisione è significativa sotto il profilo procedurale e sistemico. Essa rappresenta il primo tentativo di rendere operativi i poteri nazionali di *call-in* quali porte di accesso giurisdizionali ai rinvii ai sensi dell'articolo 22 (EUMR) nel nuovo contesto giuridico successivo alla sentenza Illumina/Grail, mettendo così alla prova la tenuta pratica dei limiti giurisdizionali stabiliti dalla Corte. In questo senso, il caso NVIDIA/Run:AI va interpretato come un vero e proprio *stress test* per la riconfigurata architettura del controllo delle concentrazioni nell'Unione europea.

Più in profondità, il caso esemplifica la tensione tra i limiti costituzionali riaffermati nella sentenza Illumina/Grail e la persistente ambizione di sottoporre al controllo a livello dell'Unione operazioni strategicamente rilevanti ma inferiori alle soglie di notifica. Ancorando la propria giurisdizione ai poteri nazionali di *call-in*, la Commissione esternalizza di fatto il presupposto giurisdizionale ai sistemi giuridici nazionali, riaprendo così, seppur indirettamente, lo spazio per un *enforcement* discrezionale che la Corte europea aveva cercato di chiudere. Stabilire se un simile approccio possa essere conciliato con i principi di certezza del diritto, equilibrio

istituzionale e legalità procedurale rappresenta ora la questione centrale del contenzioso successivamente instaurato da NVIDIA.

5. NVIDIA ha proposto un ricorso per annullamento dinanzi al Tribunale dell'Unione europea avverso la decisione con cui la Commissione ha accolto la richiesta di rinvio formulata ai sensi dell'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni (EUMR).<sup>16</sup> La ricorrente ha articolato due principali motivi di ricorso, entrambi suscettibili di sollevare questioni di fondamentale rilievo per l'assetto del controllo delle concentrazioni nell'Unione europea.

In primo luogo, NVIDIA ha denunciato un'interpretazione illegittima dell'articolo 22 e una violazione dei principi affermati dalla Corte di giustizia nella sentenza *Illumina/Grail*.

In particolare, secondo l'impresa americana il ricorso a poteri nazionali di *call-in* caratterizzati da definizioni ampie e da un elevato grado di discrezionalità comprometterebbe i principi di certezza del diritto, proporzionalità e parità di trattamento, reintroducendo di fatto, attraverso strumenti indiretti e decentralizzati, quella strategia di *enforcement* espansivo che la Corte aveva espressamente respinto.<sup>17</sup> Secondo NVIDIA, l'articolo 22 costituisce una deroga eccezionale al quadro generale di ripartizione della competenza previsto dal regolamento sulle concentrazioni e, proprio per tale ragione, deve essere interpretato in senso restrittivo. Qualsiasi interpretazione che consenta di attivare la competenza dell'Unione attraverso l'esercizio di poteri discrezionali nazionali privi di limiti chiaramente definiti finirebbe, secondo la ricorrente, per sovvertire la logica

---

<sup>16</sup> *Nvidia Corp v Commission (Case T-15/25) Action brought on 10 January 2025* [2025] OJ C 1124.

<sup>17</sup> Secondo Nvidia infatti "The Decision's interpretation of Article 22 as allowing such a referral breaches the general principles of institutional balance, legal certainty, proportionality, and equal treatment. It is also incompatible with Article 22's legislative history, context, and intended object, and with the principle that exceptions and derogations to a provision ought to be interpreted narrowly". Cfr. *Nvidia Corp v Commission (Case T-15/25)*.

strutturale delle soglie basate sul fatturato e per compromettere la prevedibilità che costituisce il presupposto del principio *one-stop-shop principle*.

In secondo luogo, NVIDIA ha evidenziato come la richiesta di rinvio sia stata presentata oltre il termine previsto, in violazione dei rigorosi limiti temporali procedurali stabiliti dall'articolo 22, paragrafo 1, EUMR. Tale censura mette in particolare evidenza la fragilità procedurale intrinseca ai sistemi di *call-in*, nei quali gli obblighi di notifica e i termini per il rinvio vengono attivati ex post sulla base di una valutazione discrezionale dell'autorità regolatoria, piuttosto che in virtù di criteri giurisdizionali oggettivi e predeterminati.<sup>18</sup> L'indeterminatezza temporale che ne deriva rischia di generare una significativa incertezza per le imprese, le quali potrebbero rimanere esposte a interventi di controllo anche molto tempo dopo l'annuncio pubblico o addirittura l'attuazione dell'operazione, compromettendo così l'efficacia delle garanzie procedurali incorporate nel sistema del regolamento sulle concentrazioni.

Considerate nel loro insieme, tali censure mettono in luce il più ampio dilemma che caratterizza il panorama dell'*enforcement* successivo alla sentenza Illumina/Grail. In gioco non vi è soltanto la legittimità di una singola decisione di rinvio, ma la compatibilità strutturale dei regimi nazionali di *call-in* con i principi fondamentali che disciplinano la giurisdizione dell'Unione europea in materia di concentrazioni. L'esito del contenzioso sarà pertanto determinante per stabilire se meccanismi discrezionali decentrati possano legittimamente operare come porte di accesso giurisdizionali per l'intervento a livello dell'Unione, oppure se essi stessi saranno destinati a essere limitati dalla logica costituzionale affermata nella sentenza Illumina/Grail, riaffermando così la primazia del disegno legislativo rispetto alle innovazioni di carattere amministrativo.

---

<sup>18</sup> “The Decision is unlawful on the grounds that the referral request to which it relates, introduced by the AGCM pursuant to Article 22 EUMR, was made out of time” Cfr Nvidia Corp v Commission (Case T-15/25).

6. Il quadro che emerge a seguito della sentenza *Illumina/Grail* rivela un'architettura di *enforcement* profondamente frammentata. Da un lato, i regimi nazionali di *call-in* rafforzano in modo significativo la capacità di sottoporre a scrutinio operazioni strategicamente rilevanti che altrimenti sfuggirebbero al controllo delle concentrazioni. Dall'altro generano un considerevole grado di incertezza giuridica per le imprese, che non possono più fare affidamento su soglie giurisdizionali chiare, oggettive e quantitative per determinare ex ante se una determinata operazione sarà soggetta a intervento regolatorio. Tale crescente incertezza mette in discussione la logica fondativa del regolamento sulle concentrazioni (EUMR), basata sulla prevedibilità, sulla certezza del diritto e sull'uniformità di applicazione all'interno del mercato interno.

Qualora la strategia giurisdizionale adottata dalla Commissione nel caso *NVIDIA/Run:AI* dovesse essere definitivamente confermata, il controllo europeo delle concentrazioni sarebbe verosimilmente destinato a evolvere verso un modello di *enforcement* ibrido e multilivello, che combinerebbe le tradizionali soglie di fatturato con criteri nazionali basati sul valore dell'operazione (*deal-value thresholds*) e con poteri discrezionali di *call-in*. Sebbene una simile configurazione possa rafforzare la capacità di intervento nei mercati ad alta innovazione tecnologica, rischia al contempo di compromettere la coerenza, la prevedibilità e l'unità del sistema. Il risultato sarebbe una sorta di mosaico giurisdizionale che esporrebbe le imprese a regimi procedurali eterogenei, a standard sostanziali divergenti e a potenziali sovrapposizioni di competenze di *enforcement*, erodendo così la funzione integrativa storicamente svolta dall'EUMR.

Per contro, qualora il Tribunale dell'Unione europea dovesse restringere la portata dei rinvii fondati sui poteri nazionali di *call-in* ai sensi dell'articolo 22 EUMR, la pressione a favore di una riforma legislativa a livello dell'Unione diventerebbe particolarmente intensa. In tale scenario, la tensione tra efficacia dell'*enforcement* e legalità costituzionale non potrebbe più essere gestita attraverso innovazioni

amministrative o sperimentazioni istituzionali decentrate, ma richiederebbe un intervento diretto del legislatore europeo.

Tra le possibili direttrici di riforma sono ipotizzabili: l'introduzione di soglie basate sul valore dell'operazione a livello dell'Unione, idonee a intercettare acquisizioni di elevato valore economico riguardanti imprese con basso fatturato; l'istituzione di un meccanismo armonizzato di *call-in* integrato direttamente nel regolamento sulle concentrazioni e accompagnato da rigorose garanzie procedurali; oppure una ricalibrazione delle attuali soglie di fatturato, al fine di riflettere più adeguatamente le dinamiche concorrenziali dei mercati caratterizzati da innovazione intensiva e modelli economici basati sui dati. Ciascuna di queste opzioni comporterebbe inevitabilmente significativi compromessi tra flessibilità dell'*enforcement*, certezza del diritto ed equilibrio istituzionale, mettendo in luce la natura intrinsecamente costituzionale della progettazione delle regole sulla giurisdizione in materia di concentrazioni.

In ultima analisi, il dibattito sviluppatosi dopo la sentenza *Illumina/Grail* dimostra che il futuro del controllo europeo delle concentrazioni non dipende soltanto da aggiustamenti tecnici dei criteri giurisdizionali, ma richiede una riflessione più profonda su come il diritto della concorrenza debba bilanciare efficacia regolatoria, prevedibilità giuridica e legittimità costituzionale nella governance delle economie digitali e ad alta innovazione tecnologica.

7. Occorre evidenziare che il problema delle soglie di fatturato e, conseguentemente, del controllo delle cosiddette *killer acquisitions* nei settori ad alta tecnologia può trovare anche una diversa via di intervento. Infatti, anche qualora una concentrazione non soddisfi le soglie giurisdizionali previste dal Regolamento UE sulle concentrazioni (EUMR) e rimanga pertanto al di fuori del regime di controllo preventivo delle concentrazioni, essa non è per questo sottratta all'applicazione del diritto del diritto europeo. In particolare, tali operazioni possono essere oggetto di

scrutinio ai sensi dell'articolo 102 TFUE, qualora un'acquisizione, o una serie di acquisizioni, integri o contribuisca a configurare un abuso di posizione dominante, consentendo così un intervento ex post da parte della Commissione europea.

Nell'attuale architettura dell'*enforcement*, le concentrazioni aventi dimensione unionale rientrano nella competenza esclusiva della Commissione ai sensi dell'EUMR, mentre le operazioni al di sotto delle soglie europee sono, in linea di principio, esaminate dalle autorità nazionali garanti della concorrenza, purché risultino soddisfatti i criteri giurisdizionali previsti dai rispettivi ordinamenti interni. Tuttavia, nessuna operazione è immune dall'applicazione dei divieti sostanziali sanciti dall'articolo 102 TFUE, che continua a trovare applicazione indipendentemente dal superamento delle soglie giurisdizionali previste per il controllo delle concentrazioni.

In particolare, acquisizioni che non qualificano come concentrazioni ai sensi dell'EUMR, oppure che non raggiungono le relative soglie di fatturato, possono integrare un abuso di posizione dominante qualora si inseriscano in una strategia finalizzata all'eliminazione di concorrenti attuali o potenziali. Tale soluzione è stata esplorata nella decisione della Commissione Caso AT.39612- Perindopril (Servier) del 9 luglio 2014, nella quale l'autorità europea ha esaminato una complessa strategia anticoncorrenziale volta a escludere dal mercato produttori di farmaci generici.<sup>19</sup> In quel caso, la Commissione ha esaminato una serie di acquisizioni realizzate da Servier riguardanti tecnologie concorrenti che, una volta acquisite, non furono sfruttate commercialmente, ma vennero strategicamente accantonate, con l'obiettivo di ritardare l'ingresso sul mercato dei produttori di farmaci generici. La Commissione ha qualificato tali "*blocking acquisitions*" come condotte escludenti idonee a integrare un abuso di posizione dominante ai sensi dell'articolo 102 TFUE.

---

<sup>19</sup> European Commission, Decision of 9 July 2014 relating to a proceeding under Articles 101 and 102 TFEU (Case AT.39612 – *Perindopril (Servier)*) C(2014) 4955 final, paras 2799–2802, 2917.

Sebbene il Tribunale dell'Unione europea abbia successivamente annullato la parte della decisione della Commissione fondata sull'articolo 102 TFUE, a causa di carenze nella definizione del mercato rilevante e della conseguente mancata dimostrazione della posizione dominante e degli effetti anticoncorrenziali, esso non ha escluso in linea di principio l'applicabilità dell'articolo 102 TFUE alle acquisizioni strategiche. La sentenza ha confermato piuttosto, seppur implicitamente, che tali condotte possono rientrare nell'ambito del controllo degli abusi qualora risultino adeguatamente dimostrati i requisiti cumulativi della posizione dominante, degli effetti escludenti e del nesso causale tra la condotta e l'effetto restrittivo della concorrenza.<sup>20</sup> L'annullamento ha dunque evidenziato non l'inapplicabilità concettuale dell'articolo 102 TFUE, bensì l'elevato livello dei requisiti probatori e analitici richiesti per il suo efficace utilizzo in contesti connessi alle operazioni di concentrazione. Più in generale, qualora una transazione conduca alla creazione o al rafforzamento di una posizione dominante, anche se non è stata oggetto di controllo preventivo nell'ambito del regime di controllo delle concentrazioni, la Commissione europea conserva il potere di intervenire ex post qualora emergano indizi che tale posizione dominante sia successivamente oggetto di abuso.

Tale impostazione è stata ripresa e confermata nella sentenza *Towercast* del 16 marzo 2023, dove la Corte di giustizia dell'Unione europea ha affermato che "A concentration below EU and national merger control thresholds may still be examined under Article 102 TFEU".<sup>21</sup> Ne consegue che acquisizioni realizzate da imprese in posizione dominante, pur rimanendo al di fuori dell'ambito di applicazione

---

<sup>20</sup> *Cfr.*, inter alia, para 1625 *et seq* Case T-691/14 *Servier and Others v Commission* EU:T:2018:922, nella quale il Tribunale ha annullato la decisione della Commissione che aveva accertato una violazione dell'articolo 102 TFUE, rilevando l'insufficiente dimostrazione sia della sussistenza di una posizione dominante sia degli elementi costitutivi dell'abuso, senza tuttavia escludere, in linea di principio, che l'acquisizione di tecnologie da parte di un'impresa dominante possa rientrare nell'ambito di applicazione dell'articolo 102 TFUE.

<sup>21</sup> Case C-449/21 *Towercast* EU:C:2023:207, par 52.

del Regolamento UE sulle concentrazioni, possono essere sottoposte a scrutinio come possibili abusi di posizione dominante.

In tale prospettiva, l'articolo 102 TFUE può essere considerato una sorta di valvola di sicurezza strutturale all'interno del sistema europeo di *enforcement* del diritto della concorrenza, idonea a intercettare strategie escludenti che rimangono al di fuori dell'ambito formale di applicazione del Regolamento UE sulle concentrazioni (EUMR). Tuttavia, il ricorso al controllo ex post degli abusi quale surrogato del controllo ex ante delle concentrazioni solleva criticità analoghe a quelle già evidenziate con riferimento ai meccanismi di *call-in*. In particolare, tale impostazione rischia di incidere negativamente sulla certezza del diritto, sulla definizione dell'onere probatorio, sull'efficacia temporale dell'intervento e sull'adeguatezza dei rimedi predisposti dall'autorità antitrust.

I procedimenti per abuso di posizione dominante si caratterizzano, infatti, per una struttura intrinsecamente complessa, retrospettiva e altamente onerosa in termini di risorse istruttorie. Di conseguenza, l'intervento dell'autorità tende a realizzarsi solo in una fase successiva al consolidamento della condotta, quando il danno strutturale alla concorrenza e alla configurazione del mercato si è già manifestato e, in molti casi, risulta difficilmente reversibile.

8. La sentenza *Illumina/Grail* ha riaffermato in modo decisivo i fondamenti costituzionali del controllo delle concentrazioni nell'Unione europea, ribadendo la primazia della certezza del diritto, dell'equilibrio istituzionale e del principio di attribuzione delle competenze rispetto a logiche di espansione dell'*enforcement* guidate da esigenze di massimizzazione dell'intervento regolatorio. Ripristinando i limiti giurisdizionali, la Corte ha ricollocato il controllo delle concentrazioni entro il suo originario quadro costituzionale, limitando le strategie amministrative fondate su interpretazioni estensive delle norme. Tuttavia, il rapido spostamento della Commissione verso il ricorso ai regimi nazionali di *call-in* dimostra la persistente

preoccupazione regolatoria nei confronti delle cosiddette *killer acquisitions* e delle strategie di concentrazione guidate dall'innovazione, in particolare nei mercati digitali e ad alta tecnologia.

Il contenzioso pendente NVIDIA/Run:AI è destinato a svolgere un ruolo potenzialmente decisivo nel determinare l'evoluzione futura della giurisdizione europea in materia di concentrazioni. In gioco non vi è soltanto l'interpretazione dell'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni (EUMR), ma più in generale l'equilibrio costituzionale tra efficacia regolatoria, prevedibilità giuridica e legittimità istituzionale nel diritto europeo della concorrenza. La decisione del Tribunale dell'Unione europea sarà determinante per stabilire se meccanismi discrezionali decentrati possano operare come porte di accesso giurisdizionali strutturalmente legittime per l'intervento a livello dell'Unione, oppure se la logica costituzionale delineata nella sentenza Illumina/Grail finirà per limitarne l'utilizzo.

Ancora più profondamente, il panorama dell'*enforcement* successivo alla sentenza mette in luce i limiti dell'adattamento amministrativo di fronte a criteri giurisdizionali ormai strutturalmente inadeguati rispetto all'evoluzione dei mercati. Sebbene i poteri nazionali di *call-in* e il controllo ex post degli abusi ai sensi dell'articolo 102 TFUE possano attenuare in parte le attuali lacune di *enforcement*, nessuno di questi strumenti è in grado di offrire un sostituto pienamente soddisfacente e costituzionalmente stabile di un sistema coerente di controllo ex ante delle concentrazioni. Questa tensione sistemica evidenzia la necessità di un intervento legislativo volto a ricalibrare la giurisdizione europea in materia di concentrazioni alla luce dell'evoluzione delle dinamiche di mercato, dei modelli di innovazione e dei nuovi rischi concorrenziali.

In ultima analisi, il futuro del controllo europeo delle concentrazioni dipende dalla capacità del legislatore europeo di conciliare l'efficacia dell'*enforcement* con le esigenze di legittimità costituzionale. Solo una riforma strutturale delle soglie giurisdizionali e dei meccanismi di rinvio, fondata sulla certezza del diritto, su

adeguate garanzie procedurali e su un equilibrato assetto istituzionale, potrà assicurare che il diritto della concorrenza continui a operare sia come strumento regolatorio efficace sia come componente costituzionalmente solida dell'ordinamento giuridico dell'Unione europea.

**Michele Sances**

*Visiting Professor*

*EU Competition Law & Digital Law*

*nell'Università Cattolica di Lille*